

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění stavební společnosti  
Valuation of the Construction Company

Student: Bc. Šárka Maturkaničová  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Kašík Josef, Ph.D.

Ostrava 2011

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra podnikohospodářská

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Šárka Maturkaničová**  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku  
Specializace: 02 Ekonomika podniku  
Téma: **Ocenění stavební společnosti**  
**Valuation of the Construction Company**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Metodologie oceňování podniku
  3. Ocenění podniku ALPINE stavební společnost CZ, s.r.o.
  4. Zhodnocení dosažených výsledků
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons, 1994. 417 s. ISBN 0-471-0750-8.  
KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-259-1.  
MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011

  
prof. Ing. Zdeněk Mikoláš, CSc.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 21.4.2011

Šárka Maturkaničová

Šárka Maturkaničová

Tímto bych chtěla poděkovat Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za odborné vedení, cenné rady, podněty a připomínky poskytnuté při zpracování mé diplomové práce a za trpělivost při konzultacích.

# OBSAH

<b>1. ÚVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. METODOLOGIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....</b>	<b>2</b>
2.1 Základní pojmy z oblasti oceňování podniků .....	2
2.1.1 Podnik.....	2
2.1.2 Cena.....	3
2.1.3 Hodnota .....	3
2.1.3.1 Tržní hodnota .....	3
2.1.3.2 Subjektivní hodnota.....	4
2.1.3.3 Objektivizovaná hodnota.....	4
2.1.3.4 Kolínská škola .....	5
2.2 Důvody pro ocenění podniků .....	5
2.3 Postup při oceňování podniku .....	6
2.3.1 Sběr vstupních dat .....	6
2.3.2 Strategická analýza.....	6
2.3.3 Analýza finančního zdraví podniku .....	9
2.3.3.1 Metody finanční analýzy .....	10
2.3.4 Finanční plán .....	20
2.3.5 Metody oceňování podniku .....	21
2.3.5.1 Výnosové metody.....	22
<b>3. OCENĚNÍ PODNIKU ALPINE STAVEBNÍ SPOLEČNOST CZ, S.R.O. ....</b>	<b>30</b>
3.1 Vstupní údaje.....	30
3.2 Strategická analýza.....	32
3.2.1 Výhled společnosti pro rok 2011 .....	32
3.2.2 Relevantní trh .....	33
3.2.3 Analýza atraktivity trhu.....	33
3.2.4 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku.....	35
3.2.5 Analýza potenciálu oceňovaného podniku.....	36
3.2.6 Prognóza vývoje tržeb .....	38
3.3 Finanční analýza.....	39
3.3.1 Vertikální analýza .....	39
3.3.2 Horizontální analýza .....	40

3.3.3 Čistý pracovní kapitál.....	42
3.3.4 Poměrová analýza .....	43
3.3.5 Kralickův Quick test.....	50
3.4 Finanční plán .....	51
3.5 Ocenění podniku .....	51
3.5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků .....	52
3.5.2 Metoda kapitalizovaných zisků .....	52
<b>4. ZHODNOCENÍ DOSAŽENÝCH VÝLEDKŮ .....</b>	<b>54</b>
<b>5. ZÁVĚR.....</b>	<b>56</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>57</b>

# 1. ÚVOD

Problematika oceňování podniku je významnou součástí finančního řízení a rozhodování firmy v tržním hospodářství. Její potřeba se po čtyřicetileté odmlce znovu objevila v souvislosti s transformací ekonomiky, a to zejména z hlediska vlastnických vztahů. Vedle znalosti účetní hodnoty se objevoval požadavek také na znalost hodnoty tržní, a to především v souvislosti s privatizací.

Hodnota společnosti je významným kritériem při taktickém řízení firmy a dlouhodobých strategických rozhodnutích a stává se zajímavou nejen pro vlastníky, ale i pro investory.

V souvislosti s globalizačními trendy, zostřováním konkurence a narůstajícím fenoménem akvizic a fúzí, které jsou typické pro západní země, má stále větší význam ocenění firmy jako celku. Kromě tohoto důvodu však existuje mnoho dalších důvodů k oceňování podniku jako např. koupě či prodej podniku, rozdělení podniků, uvádění podniku na trh, emise akcií a další.

Určujícím faktorem oceňování podniku je jeho účel, přičemž postoj oceňování je zcela subjektivní. A právě účel a postoje oceňovatele jsou určující pro volbu metody oceňování. Jak z teoretického, tak z praktického pohledu lze k oceňování využít celou řadu metod, které mohou být v různých zemích odlišné.

Oceňování podniku je v současné době nutno přikládat velkou váhu a pozornost, neboť důsledky použití nevhodných postupů oceňování mohou vést k chybnému ocenění statků a nevhodné alokaci kapitálu.

Cílem diplomové práce je tržní ocenění společnosti ALPINE Bau CZ, s.r.o. dvoufázovou výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků a metodou kapitalizovaných zisků v paušální i analytické verzi. Ocenění je provedeno pro vlastníky společnosti, a to k datu 29. 10. 2010. Důvodem pro ocenění je skutečnost, že jediný vlastník, společnost ALPINE Bau GmbH, chce zjistit jakou hodnotu má jeho dceřiná společnost Alpine Bau CZ.

Co se týče struktury práce, pak po klasické úvodní části následuje výklad metodologie oceňování podniku v části druhé. Třetí část je věnována samotnému procesu oceňování od představení společnosti, přes strategickou a finanční analýzu až po sestavení finančního plánu a samotné ocenění společnosti. V části čtvrté je provedena sumarizace dosažených výsledků a závěr patří části páté.

## 2. METODOLOGIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

„V minulosti si vrcholový management firmy vystačil pouze s povrchním chápáním hodnoty a přibližné účetní cifry byly dostatečným podkladem pro většinu obchodních rozhodnutí. Dnešní prostředí však dává odměnu za důkladné pochopení hodnoty a za schopnost řídit.“<sup>1</sup>

Problematika oceňování podniku je nelehkou záležitostí, neboť vyžaduje velké množství vědomostí v oblasti teorie oceňování podniku a také zkušeností a znalostí z oblasti řízení podniku.

„Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu.“<sup>2</sup> Z této teze lze usuzovat, že tedy neexistuje jediné „správné“ ocenění podniku ani „správný“ model pro oceňování. Pro výběr metod ocenění je zásadním faktorem účel oceňování, vymezení objektu oceňování a důležité je též rozlišování pojmů cena a hodnota podniku.

V této kapitole budou vymezeny základní pojmy z oblasti oceňování, uvedeny budou též motivy oceňování, postup a metody sloužící k oceňování podniku.

### 2.1 Základní pojmy z oblasti oceňování podniků

Pro oceňování podniku je důležité rozlišovat pojmy cena a hodnota podniku. Z hlediska hodnoty podniku pak existuje celá řada vymezení tohoto pojmu. Za základní je považováno též vymezení pojetí podniku. Tyto pojmy budou vysvětleny v následujícím textu.

#### 2.1.1 Podnik

Dle §5 Obchodního zákoníku: „Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva

---

<sup>1</sup> COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. 1. české vydání. Praha: Victoria publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4. Str.21. Vlastní úprava

<sup>2</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1. Str. 6



a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“

### **2.1.2 Cena**

Tento termín se používá pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za podnik v daném čase a na daném místě. Na cenu působí nabídka a poptávka, strategie vyjednávání, psychologické faktory, fáze ekonomiky a řada dalších činitelů. Cena by měla mít určitý vztah k hodnotě, kterou kupujícímu podnik koupený za danou cenu přinese, nebo hodnotu, kterou by podniku přisoudili ostatní.

### **2.1.3 Hodnota**

„Lidé dnes znají cenu všeho a hodnotu ničeho.“

(Oscar Wilde)

Hodnota podniku a cena podniku nejsou totožné. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny, která by měla být za zboží či služby zaplacená. Pokud se omezíme čistě na hodnotu peněžní, pak hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu.

V praxi je požadováno určení objektivní hodnoty podniku, to však nelze uskutečnit, neboť se jedná o pojem relativní, který existuje pouze v teoretické rovině. V této souvislosti se proto používá objektivizovaná hodnota podniku, jejíž užití je spojeno nejen s účelem oceňování, ale také s časem, ve kterém je odhad prováděn.

Hodnota podniku je ovlivněna v první řadě kvalitou a rozsahem údajů o podniku a mírou informovanosti oceňovatele a dále časovým horizontem a zvolenou metodou.

Kromě přístupu objektivizované hodnoty podniku máme ještě další tři kategorie hodnoty podniku, a to tržní hodnotu, subjektivní a komplexní dle základů Kolínské školy.

#### **2.1.3.1 Tržní hodnota**

Tento přístup staví na existenci trhu s podniky, kde existuje více kupujících a více prodávajících a vytváří se tak podmínky pro vznik tržní ceny.

O definici tohoto pojmu se zasloužila mezinárodní společnost pro oceňování International Valuation Standards Committee, která vykládá tržní hodnotu takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>3</sup>

Využití této hodnota nachází v případech, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu a kdy se očekávání trhu ohledně budoucnosti mohou rychle měnit. Smysl má tedy v případě uvádění podniku na burzu či prodeji podniku, kdy není znám konkrétní kupující.

### **2.1.3.2 Subjektivní hodnota**

Podnik jako celek je možné označit za jedinečné a méně likvidní aktivum. Jelikož v podmínkách ČR prakticky neexistuje trh s podniky, řada teoretiků se přiklání k názoru, že hodnotu podniku je třeba brát jako jedinečný jev. Hodnota podniku tak není dána cenou na trhu, ale závisí na individuálním (subjektivním) názoru účastníků transakce a jejich očekávaných užitech z majetku. Mezi účastníky zahrnujeme prodávajícího, kupujícího, stávající vlastníky apod.

Tuto hodnotu si vlastníci či zájemci o koupi s ekonomickým vzděláním jsou často schopni vypočítat sami.

Užití subjektivní hodnoty je zřejmé – je aplikována v situacích, kdy je třeba zjistit, zda je transakce pro subjekt výhodná, tzn. v případech prodeje či koupě podniku, ale i při rozhodování mezi sanací a likvidací.

### **2.1.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Pohledy odhadců při odhadu této hodnoty vychází z nesporného základu, který respektuje všeobecně uznávané skutečnosti, relevantní k datu ocenění. Dále jsou brány v úvahu obecně známá fakta, která mají vliv na ocenění a jejichž působení nemusí být jednoznačné. V posledním stupni se promítají do ocenění subjektivní hlediska.

---

<sup>3</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2. Str. 18

Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění, což je možné jen při respektování určitých zásad a požadavků při výpočtu hodnoty.

Stejně jako hodnota tržní je hodnota objektivizovaná užívaná v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu, narozdíl od ní je však užíta v případech, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav jako je tomu např. u poskytování úvěrů či zjišťování bonity podniku.

#### **2.1.3.4 Kolínská škola**

Kolínská škola staví na subjektivním přístupu a vymezení hraničních hodnot, které jsou východiskem pro rozhodčí hodnotu. „Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.“<sup>4</sup> Mezi tyto funkce patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

Přístupy Kolínské školy je vhodné použít v případech, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran jako např. při podnikových transformacích či prodeji podniku.

### **2.2 Důvody pro ocenění podniků**

U každého ocenění by mělo být jasné řečeno, z jakého podnětu vzniklo, přičemž tyto podněty mohou být různorodé a existuje jich velké množství. Z tohoto důvodu se provádí členění podnětů. Za základní je považováno členění pro případy, že ocenění souvisí s vlastnickými změnami nebo naopak k vlastnickým změnám nedochází.

Podnětem souvisejícím s vlastnickými změnami je koupě či prodej podniku na základě smlouvy, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, ocenění v souvislosti s fúzí, rozdělením společnosti či nabídkou na převzetí.

Podnětem, který nemá co dočinění s vlastnickými změnami může být změna právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru nebo ocenění v souvislosti se sanací.

---

<sup>4</sup> MAŘÍK, Miloš. *Oceňování podniků*. 1.vydání. Praha: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 901991-1-9. Str. 12

## **2.3 Postup při oceňování podniku**

Postup pro oceňování podniku je pro každý podnik specifický. Je třeba vzít v úvahu kategorii zjišťované hodnoty, účel ocenění, dostupná data, prostředí podniku i zvolené metody. Konkrétní podobu postupu lze však stanovit modifikací obecného postupu pro oceňování podniků.

Co se týče obecného postupu, pak prvním krokem k oceňování je sběr vstupních dat, na který navazuje část analytická, která zpravidla obsahuje strategickou a finanční analýzu. Dalším krokem bývá sestavení finančního plánu, který je jádrem výnosových metod. Posledním krokem je výběr metody ocenění a její aplikace.

Efektivní je využití více metod pro oceňování podniku s cílem ověření správnosti výsledků. Závěrem je provedena syntéza těchto výsledků a interpretace výsledku, k němuž bylo dospěno.

Jednotlivé kroky postupu oceňování podniků budou popsány v následujícím textu.

### **2.3.1 Sběr vstupních dat**

Přiměřená vstupní data jsou podstatou správného ocenění podniku. Rozsah dat je obvykle značný a pokrývá dění v celém podniku. Důležité jsou však nejen interní informace, ale také informace o prostředí a odvětví, ve kterém se podnik pohybuje.

Mezi nejdůležitější data patří základní data o podniku, ekonomická data, relevantní trh, konkurence, odbyt a marketing, výroba, dodavatelé a zaměstnanci. Ze všech těchto oblastí je třeba získat co nejvíce informací.

### **2.3.2 Strategická analýza**

Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu a je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Jejím hlavním úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku skládající se z vnitřního potenciálu tvořeného silnými a slabými stránkami a potenciálu vnějšího, který tvoří příležitosti a ohrožení. Za vnějším potenciálem stojí faktory, které existují mimo podnik, působí na něj, ale nelze je přímo ovlivnit, jsou to tzv. faktory makroprostředí a faktory mikroprostředí. Rozměrem vnitřního potenciálu je pak analýza konkurence. Výsledkem této analýzy je SWOT analýza.

Strategická analýza by měla dát odpověď na otázky ohledně perspektivy podniku v dlouhodobém časovém horizontu, vývoje trhu, tržeb a konkurence a na otázku možných rizik.

Základem strategické analýzy je vymezení relevantního trhu, analýza konkurenční síly a prognóza tržeb.

## **Relevantní trh**

Výchozím krokem strategické analýzy je vymezení relevantního trhu, tedy trhu, který je příslušný pro daný podnik. Vymezení trhu by mělo být prováděno na základě možnosti získání dat o tomto trhu a posouzení atraktivity. Tyto atributy jsou totiž nezbytné pro prognózu dalšího vývoje trhu.

Pro vymezení relevantního trhu je nutné shromáždit základní data o trhu a jeho atraktivitě a vytvořit prognózu jeho vývoje.

### *Základní data o trhu*

Mezi základní data o relevantním trhu patří odhad velikosti trhu, jeho vývoj v čase a případná segmentace.

Velikost trhu bývá v podmínkách ČR obvykle stanovována na základě statistik ministerstva průmyslu a obchodu přepočtených na obyvatele v daném místě působení firmy.

Sledování vývoje trhu, zvláště v dlouhém časovém horizontu, slouží k zpřesňování prognózy vývoje trhu, neboť ten se vyznačuje určitými trendy, které je možné predikovat.

Protože všechny složky trhu se nevyvíjí stejně rychle, je nutné provést také segmentaci trhu.

### *Analýza atraktivity trhu*

Tato analýza slouží zejména k podrobnějšímu kvalitativnímu hodnocení trhu. Cílem analýzy je přispět k lepšímu poznávání šancí a rizik spojených s trhem a poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.

Kritéria atraktivity jsou specifická pro každý trh. Obecně se však jedná o faktory, které se týkají poptávky a možnosti prodeje. Patří sem zejména kritérium růstu trhu a jeho velikosti,

intenzita přímé konkurence, rentabilita trhu, bariéry vstupu do odvětví, struktura zákazníků a citlivost trhu na cyklický vývoj ekonomiky.

„Atraktivita trhu by měla být nahlížena jako jeden z faktorů perspektivnosti podniku a zároveň i faktor pro hodnocení možnosti dosáhnout určitého růstu tržeb.“<sup>5</sup>

### *Prognóza vývoje trhu*

Dalším krokem strategické analýzy je prognóza vývoje trhu. Zde je nutno rozlišovat jednotlivé kategorie hodnot, aby bylo dosaženo správného výsledku ocenění. Nezbytné je taktéž, aby byla nalezena souvislost mezi prognózou relevantního trhu a prognózou národohospodářských ukazatelů.

Východiskem prognózy je analýza hlavních faktorů působících na vývoj trhu, přičemž faktory se mohou lišit v závislosti na konkrétní situaci. Nejvhodnější je marketingová studie relevantního trhu, kterou provádí specializované agentury. Ovšem v některých situacích může být vhodnější využití vlastní úvahy oceňovatele o faktorech a jejich následné statistické testování.

Mezi hlavní skupiny užívaných faktorů patří faktory národohospodářské, obecné faktory poptávky a faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů.

Při testování závislosti je využívána především analýza časových řad a jejich extrapolace, jednoduchá či vícenásobná lineární regrese či odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím. Statistické metody dávají poměrně spolehlivé výsledky, nicméně bychom měli posuzovat vývoj i intuitivně.

### **Analýza konkurenční síly**

Cílem této analýzy je odhad tržního podílu oceňované firmy do budoucna.

Prvním krokem je stanovení dosavadních tržních podílů podniku a sestavení jejich vývojové řady. Tento vývoj lze považovat za syntetické vyjádření konkurenční síly.

Další částí analýzy je identifikace hlavních konkurentů. Styčným bodem je shromáždění maximálního množství relevantních informací o konkurenčním podniku

---

<sup>5</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2, str. 55

a vyjádření jejich tržního podílu. Informace o konkurentech totiž napomáhají vysvětlit vývoj tržního podílu jednotlivých podniků.

Součástí analýzy konkurenčních sil je analýza vnitřního potenciálu konkurenční síly oceňovaného podniku. Cílem je posouzení vnitřních možností podniku a vyjádření míry do jaké je podnik schopen využít šance rozvoje trhu a míry v jaké je schopen čelit možným hrozbám a konkurenci. Výsledkem analýzy je diagram konkurenční síly podniku, na jehož základě je možné vytvořit prognózu vývoje tržního podílu podniku.

### **Prognóza tržeb**

Prognózu tržeb lze vytvářet na základě výsledků získaných analýzou a prognózou relevantního trhu a také na základě výsledků analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Jako doplňkovou metodu je možné využít i analýzu časových řad tržeb oceňované firmy.

Výsledky získané těmito metodami bývají obvykle odlišné. Změny jsou vysvětlovány zejména změnou analyzovaných faktorů v rámci vývoje trhu, vnitřního potenciálu či konkurenční síly. V některých případech je však nutné provést korekci původního odhadu.

### **2.3.3 Analýza finančního zdraví podniku**

Finanční analýza představuje významnou součást finančního řízení podniku a je tedy i součástí prací při oceňování podniku.

Jejím smyslem je komplexní posouzení finančního zdraví podniku a posouzení vyhlídek na finanční situaci podniku v budoucnosti.

Finanční analýza slouží taktéž jako jedno z hledisek pro posouzení provozního a finančního rizika, které jsou podstatné pro stanovení kapitalizační a diskontní míry.

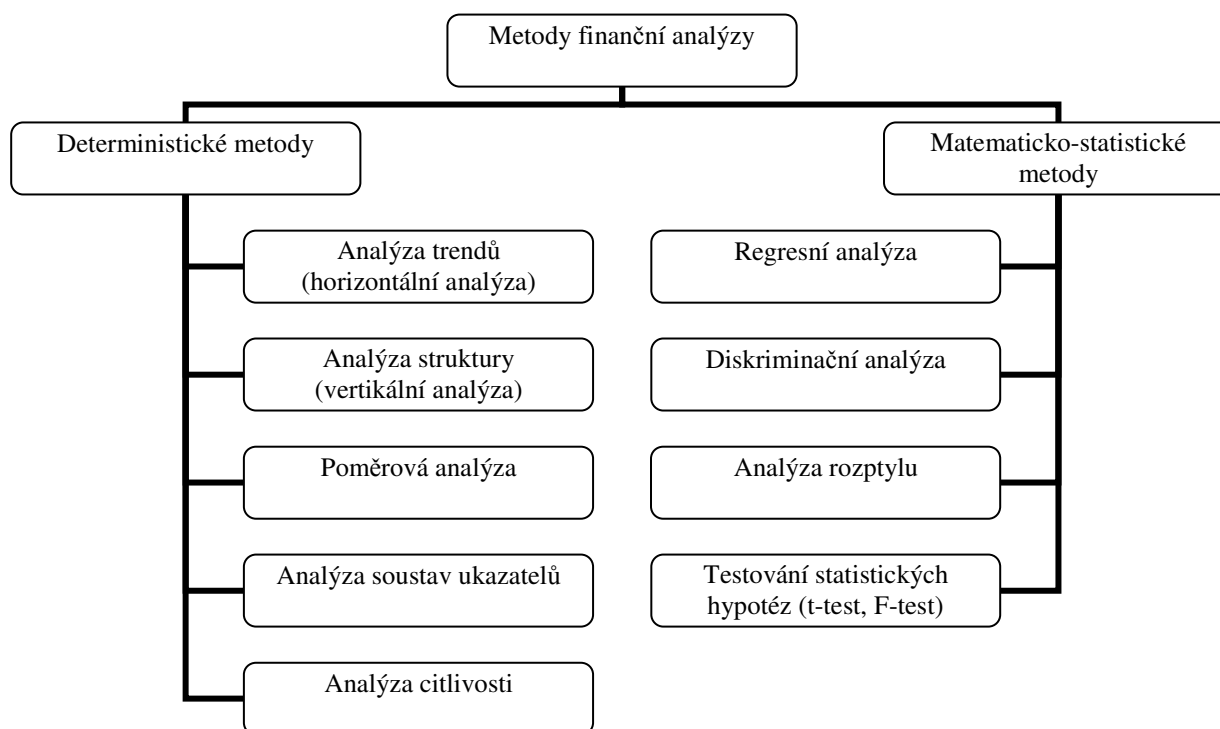
Za základní zdroje informací pro analýzu jsou považovány výkazy finančního a vnitropodnikového účetnictví. Využít lze však i řadu dalších zdrojů jako např. burzovní informace, firemní statistiky, zprávy a komentáře pracovníků podniku, prognózy atd.

Pro posouzení finančního zdraví podniku lze použít celou řadu metod. Jejich výčet a charakteristiky jsou uvedeny v následujícím textu.

### 2.3.3.1 Metody finanční analýzy

Metod, které lze užít k finanční analýze je celá řada a lze je různě členit. Základní členění dle Dluhošové (2008) uvádí schéma 2.1.

Schéma 2.1 Členění metod finanční analýzy



Deterministické metody jsou typické pro běžné finanční analýzy podniku v krátkém časovém horizontu. Využití nalézají převážně v analýze vývoje a odchylek. Pro oceňování podniku je vhodné využít zejména analýzy trendů a struktury, poměrové analýzy a analýzy soustav ukazatelů. Kromě těchto ukazatelů se můžeme při oceňování podniku setkat také s ukazatelem rozdílovým, jež představuje čistý pracovní kapitál.

Matematicko-statistické metody slouží k posouzení determinantů a faktorů vývoje a k určení kauzální závislosti a vazeb. Příznačný je pro tento typ metod základ v delších časových řadách.

Metody využitelné v oblasti oceňování podniku budou podrobně rozvedeny v následujících podkapitolách.

Výsledky získané oběma typy metod je nutno, pro posouzení finančního zdraví podniku, srovnat. Srovnání lze provádět vůči normě, prostoru či času. Srovnání s normami



je velmi obtížné, neboť většina norem neodpovídá specifikům a prostředí dané firmy. Stejně tak je problém se srovnáním v prostoru neboli mezipodnikovém srovnání. Abychom totiž mohli ukazatele dvou podniků srovnávat, je nutné, aby tyto podniky byly zcela srovnatelné, tedy srovnatelné oborově, časově i legislativně, což je v praxi téměř nemožné. Nejběžnějším srovnáním proto bývá srovnání v čase, které na základě časových řad ukazatelů posuzuje jejich vývoj.

### 2.3.3.1.1 Analýza struktury

Představuje procentní rozbor komponent, který zkoumá, jak se na určité globální veličině podílí veličiny dílčí. Výpočet je prováděn dle vzorce 2.1.

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.1)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele a  $\sum U_i$  je hodnota ukazatele absolutního.

Uplatnění tato analýza nachází zejména při rozboru majetkové a finanční struktury firem.

### 2.3.3.1.2 Analýza trendů

Informuje o základních pohybech jednotlivých položek účetních výkazů v čase a o intenzitě jejich pohybu. Cílem je determinace trendů a posouzení budoucího vývoje položek.

K rozboru se užívají řetězové a bazické indexy.

$$\text{Absolutní } \Delta = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.2)$$

$$\text{Relativní } \Delta = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.3)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok,  $t-1$  předchozí rok,  $\Delta$  změna.

Do interpretace výsledků musí být zahrnuta jak změna absolutní, tak i změna relativní, přičemž v úvahu je třeba brát i vývoj specifických ekonomických podmínek.

#### **2.3.3.1.3 Čistý pracovní kapitál**

Čistý pracovní kapitál (dále jen ČPK) představuje část oběžného majetku, která je kryta dlouhodobým kapitálem. Jeho potřeba v podniku souvisí se zajištěním potřebné míry likvidity.

ČPK ve své podstatě měří velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázaná na krátkodobé závazky.

Jeho výši lze vyjádřit ze vztahu

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{KZ}, \quad (2.4)$$

kde OA jsou oběžná aktiva a KZ krátkodobé závazky.

#### **2.3.3.1.4 Poměrová analýza**

Analýza poměrových ukazatelů sehrává hlavní úlohu ve finanční analýze podniku. Za dobu jejího využívání byla stanovena celá řada ukazatelů, které se liší jen drobnými modifikacemi. Z důvodu velkého množství ukazatelů je třeba je třídit dle určitých hledisek, přičemž jako zavedené členění je známo rozdělení ukazatelů do oblasti rentability, aktivity, finanční stability a zadluženosti a likvidity.

Následující podkapitoly jsou zpracovány dle Dluhošové (2008) a Kislingerové (2001).

##### **Ukazatele rentability**

Tato skupina ukazatelů vyjadřuje výnosnost, tzn., poměruje efekt podnikání k určitému vstupu.

##### ***Rentabilita aktiv (ROA)***

Někdy též nazývána jako rentabilita úhrnných vložených prostředků nebo produkční síla. ROA je klíčovým měřítkem rentability a vyjadřuje, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikání bez ohledu na způsob financování.

Ukazatel ROA v procentním vyjádření lze vypočítat dle vzorce

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \cdot 100, \quad (2.5)$$

kde  $A$  jsou aktiva podniku a  $EBIT$  zisk před úhradou úroků a daně z příjmu.

### ***Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)***

Tento ukazatel ztělesňuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů, která je důležitým měřítkem pro akcionáře. Jeho velikost závisí na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře kapitálu cizího.

Vztah pro výpočet ROE je následující

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100, \quad (2.6)$$

kde  $EAT$  je čistý zisk a  $VK$  vlastní kapitál.

### ***Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE)***

Vyjadřuje efekt z dlouhodobých investic na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji.

Jeho výpočet je následující

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CK_{dlh}} \cdot 100, \quad (2.7)$$

kde  $CK_{dlh}$  je dlouhodobý cizí kapitál.

### ***Rentabilita tržeb (ROS)***

Udává stupeň ziskovosti, neboli kolik množství zisku v Kč připadá na 1 Kč tržeb. Jeho nízká úroveň značí chybné řízení firmy, naopak vysoká úroveň reprezentuje nadprůměrnou úroveň firmy.

Výpočet lze provést dle vzorce

$$ROS = \frac{EBIT}{T} \cdot 100, \quad (2.8)$$

kde  $T$  jsou tržby.

### **Ukazatele aktivity**

Označovány někdy též jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části.

Užívány jsou dva typy ukazatelů, a to ukazatele obratovosti a doby obratu. Obratovost měří intenzitu využití celkového majetku, zatímco doba obratu vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu majetku vzhledem k tržbám.

V současné době bývají běžně využívány ukazatele obratovosti a doby obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků, přičemž jejich konstrukce je totožná. Postup výpočtu bude uveden pro případ aktiv, pro případ ostatních veličin se pouze vymění položka aktiv za příslušnou veličinu.

$$Obrat\ aktiv = \frac{T}{A}, \quad (2.9)$$

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{A \cdot 360}{T}, \quad (2.10)$$

V případě doby obratu pohledávek a závazků musí platit, že doba obratu pohledávek musí být kratší než doba obratu závazků, neboť v opačném případě by se podnik mohl snadno dostat do platební neschopnosti.

### **Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti charakterizují jak zadluženost vlastního kapitálu, tak i strukturu zdrojů financování.

### ***Podíl vlastního kapitálu na aktivech***

Tento ukazatel je jedním z nejdůležitějších ukazatelů zadluženosti. Udává, do jaké míry je podnik schopen krýt majetek vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost.

$$\text{Podíl VK na A} = \frac{VK}{A} \quad (2.11)$$

Zvyšování tohoto ukazatele vede ke zvyšování finanční samostatnosti podniku, ovšem zvýšení ve vyšší míře může znamenat i pokles výnosnosti vložených prostředků, proto je třeba umět tento poměr dobře vyvážit.

### ***Ukazatel celkové zadluženosti***

Představuje podíl celkových dluhů na celkových aktivech, což lze označit jako míru věřitelského rizika.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CK}{A} \quad (2.12)$$

Pro věřitele znamená zvyšování tohoto ukazatele také zvyšování věřitelského rizika.

### ***Zadluženost vlastního kapitálu***

Zadluženost vlastního kapitálu je jednou z měr finančního rizika charakterizující proporcii cizích zdrojů a vlastního kapitálu.

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{CK}{VK} \quad (2.13)$$

Financování potřeb vlastními zdroji znamená dražší způsob financování a přílišné finanční zatížení podniku související se snížením pružnosti reakcí podniku na jeho potřeby. Naopak financování převážně cizími zdroji může znamenat předlužení podniku a s tím spojené vysoké náklady dluhu a insolvenci.

Proto je třeba najít optimální míru zadlužení. Bez ohledu na obor podnikání se doporučuje, aby poměr cizího a vlastního kapitálu byl 1:1, za bezpečnou míru se však považuje ještě i 2:3.

### ***Ukazatel úrokového krytí***

Udává, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku, přičemž preferována je vyšší hodnota ukazatele. K pokrytí úroků je nutné, aby hodnota ukazatele byla alespoň 100 %.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.14)$$

### ***Ukazatel úrokového zatížení***

Převrácená hodnota ukazatele úrokového krytí říká, jakou část celkového vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Tento ukazatel je klíčovým ukazatelem ratingového hodnocení a dává investorům informaci o bezpečnosti investic.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT} \quad (2.15)$$

Obecně je žádoucí snižování úrokového zatížení.

### **Ukazatele likvidity**

Likvidita neboli schopnost podniku hradit své závazky, je nedílnou složkou hodnocení výkonnosti podniku. Pro analýzu bývají využívány 3 typy likvidity, dle stupně likvidity.

#### ***Celková likvidita***

Je výchozím ukazatelem likvidity podniku a vyjadřuje obecně schopnost podniku dostát svým závazkům.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ} \quad (2.16)$$

Problém ukazatele celkové zadluženosti spočívá v tom, že není splněn předpoklad, že veškerá oběžná aktiva musí být možné v krátkém čase přeměnit na hotovost. Proto je přistupováno k modifikaci tohoto vzorce.

### ***Pohotová likvidita***

Snaží se odstranit problém celkové likvidity vyjmutím zásob z oběžných aktiv, tzn., bere v úvahu jen pohotové prostředky.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - Z}{KZ}, \quad (2.17)$$

kde  $Z$  jsou zásoby.

Nedostatek tohoto ukazatele lze spatřit v tom, že některé pohledávky mohou být nedobytné či pochybné, proto by měly být taktéž vyjmuty.

### ***Okamžitá likvidita***

Je nejpřesnějším ze všech ukazatelů likvidity. Vyjadřuje schopnost podniku dostat svým závazkům právě v tento okamžik.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP}{KZ}, \quad (2.18)$$

kde  $PP$  jsou peněžní prostředky.

## **Pyramidový rozklad finančních ukazatelů**

Pyramidové soustavy ukazatelů jsou hierarchicky uspořádané soustavy ukazatelů, které slouží k identifikaci logických a ekonomických vazeb mezi ukazateli jejich rozkladem.

Obsahují jeden tzv. vrcholový ukazatel, jenž se postupně rozkládá do dalších podrobnějších ukazatelů. Za vrcholový ukazatel se nejčastěji užívají ukazatele výnosnosti podniku, přičemž nejznámějším pyramidovým modelem je, Du Pontův rozklad ROE.

Ke kvantifikaci vlivů determinujících činitelů lze využít metodu postupných změn, metodu rozkladu se zbytkem, logaritmickou metodu či funkcionální metodu.

V následujícím textu bude vysvětlen postup pouze jedné z metod, a to metody postupných změn.

### ***Metoda postupných změn***

Aditivní vazby

$$\Delta x_{ai} = \frac{\Delta a_i}{\sum \Delta a_i} \cdot \Delta y_x \quad (2.19)$$

kde

$a_i \dots$  dílčí ukazatel

$x \dots$  analyzovaný ukazatel

$\Delta y_x \dots$  změna vlivu ukazatele  $x$

$\Delta x_{ai} \dots$  vliv dílčího ukazatele  $a_i$  na změnu ukazatele  $x$

Multiplikativní vazby

$$x = a \cdot b \cdot c$$

$$\Delta y_x = \Delta x_a + \Delta x_b + \Delta x_c$$

$$\Delta x_a = \Delta a \cdot b_0 \cdot c_0 \quad (2.20)$$

$$\Delta x_b = a_1 \cdot \Delta b \cdot c_0$$

$$\Delta x_c = a_1 \cdot b_1 \cdot \Delta c$$

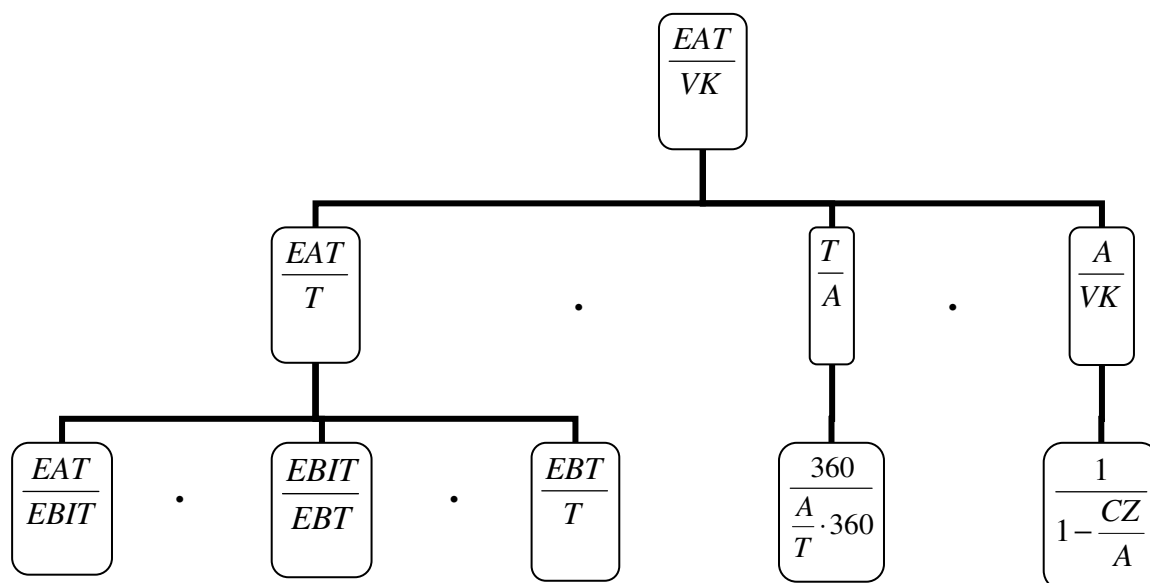
### ***Du Pontův rozklad***

Jedná se o analýzu rentability, jejíž součástí je rozklad syntetických ukazatelů na ukazatele dílčí, podle nadnárodní chemické společnosti Du Pont de Nemours, která tento rozklad jako první (v 60. letech) prakticky prováděla a využívala.

Samotný rozklad uvádí schéma 2.2.



Schéma 2.2 Du-Pontův rozklad ROE<sup>6</sup>



### Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

K hodnocení finančního zdraví podniku lze použít nejen paralelní či pyramidové soustavy poměrových ukazatelů, ale užít je vhodné i souhrnné indexy či modely pro hodnocení finanční úrovně podniku.

Prakticky je jedná o specifické metody analýz, které se snaží pomocí jednoho čísla vyjádřit finanční situaci podniku. Motivem k jejich vzniku byla snaha o včasné rozpoznání příčin nestability podniků s následnou stabilizací podniku.

Mezi základní modely, které dokáží predikovat finanční úroveň podniků, patří modely bankrotní, konkrétně model Almanův, Taflerův, Beaverův a modely ratingové, kde můžeme zařadit Tamariho model a Kralickův Quick-test.

V textu níže bude rozebrán jeden z těchto modelů, a to Kralickův Quick-test.

#### *Kralickův Quick-test*

Tento rychlý test podniku využívá k hodnocení finančního podniku čtyři ukazatele, a to ukazatele podílu VK na CK a podílu provozního CF k tržbám, ukazatel rentability celkového kapitálu a ukazatel doby splácení dluhů.

<sup>6</sup>DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6. Str. 89. Vlastní úprava.

Po propočtu jednotlivých ukazatelů se přistoupí ke srovnání ukazatelů s hodnotami, které přísluší ke stupnici hodnocení podniku, jež byla vypracována dle německých finančních analytiků. Výsledná známka hodnocení podniku se vypočítá jako prostý průměr známek za jednotlivé ukazatele.

**Tab. 2.1 Rychlý test podniku<sup>7</sup>**

UKAZATEL	STUPNICE HODNOCENÍ (ZNÁMKY)				
	Velmi dobrý 1	Dobrý 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Podíl VK na CK	> 30 %	> 20 %	>10 %	>10 %	Záporný
Podíl provozního cash flow k tržbám	> 10 %	> 8 %	>5 %	< 5%	Záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8%	Záporný
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

### 2.3.4 Finanční plán

Při použití výnosových metod oceňování podniku je předpokladem pro ocenění sestavení kompletního finančního plánu.

Finanční plán je součástí podnikového plánu podniku a vychází z dlouhodobé koncepce podniku, tedy z vize a strategie.

Obsahem finančního plánu jsou základní výkazy, tzn. výkaz zisku a ztráty, výkaz cash-flow a rozvaha.

Při sestavování samotného plánu je vhodné vycházet z konzultací s vedením podniku, z podnikatelských plánů a podnikových podkladů. Za konečnou verzi plánu však odpovídá sám oceňovatel.

Stěžejními položkami plánu mající vliv na hodnotu podniku jsou tržby, zisková marže, zásoby, pohledávky, závazky a investice do dlouhodobého majetku. Tuto kostru finančního plánu pak doplňuje např. plán financování, výplaty dividend či podílů na zisku. Nakonec se plán doplní o formální výpočty všech položek potřebných ke kompletnímu sestavení plánu.

Všechny klíčové položky plánu vycházejí zejména ze strategické a finanční analýzy doplněné analýzou SWOT.

<sup>7</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2. Str. 96

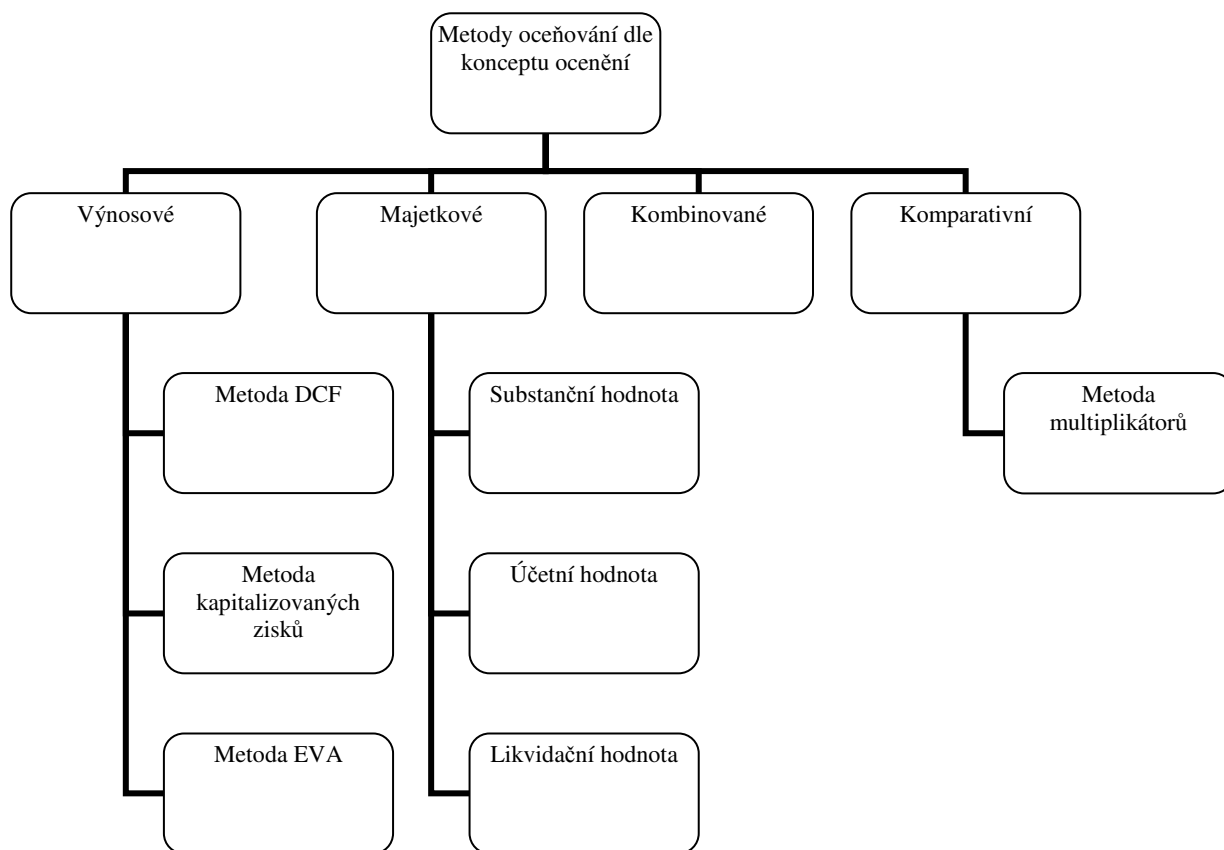
Vzhledem k různým možnostem vývoje trhu do budoucna je možné vypočíst finanční plán pro více variant vývoje. Vhodným nástrojem pro sestavení a vybilancování je nástroj řešitel, který lze využít v rámci programu Microsoft Excel.

### 2.3.5 Metody oceňování podniku

Výsledná hodnota oceňovaného podniku záleží na správném výběru metody oceňování. Výběr metod pak závisí jednak na účelu ocenění a jednak na subjektivním postoji oceňovatele.

Metod pro oceňování podniku existuje celá řada. Základní členění metod je prováděno dle konceptu ocenění. Toto členění uvádí schéma 2.3.

**Schéma 2.3 Přehled metod stanovení hodnoty firmy<sup>8</sup>**



<sup>8</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6. Str. 148. Vlastní úprava

Metody účetního i substančního ocenění jsou pouze pomocnými metodami při ocenění a bez kombinace se sofistikovanějšími metodami ztrácí zcela na významu. Likvidační ocenění se provádí zvláště u podniků vhodných k likvidaci. Z těchto důvodů nejsou pro účely této práce majetkové metody využitelné.

Komparativní ocenění je založeno na předpokladu, že na trhu existuje plně srovnatelný podnik, což se v praxi téměř nevyskytuje.

Nejčastěji užívanými jsou výnosové metody. V podmínkách ČR lze využít převážně metod DCF a kapitalizovaných zisků, neboť metoda EVA vychází z operačního výsledku hospodaření po odpočtu upravených daní, tzv. NOPATu, který není v českých podmínkách běžnou formou zisku. Netypickou položkou v ocenění dle metody EVA jsou též čistá operační aktiva. Právě díky odlišnosti položek českých účetních předpisů a položek užívaných v rámci metody EVA, není tato metoda v ČR příliš rozšířená.

V rámci této práce budou z výše uvedených důvodů využity výnosové metody, konkrétně metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaných zisků.

### **2.3.5.1 Výnosové metody**

Základem výnosových metod je stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. Na výši výsledné hodnoty mají v tomto případě vliv náklady kapitálu, budoucí výnosy a volba časového horizontu.

Následující pasáž týkající se metod oceňování bude zpracována dle Dluhošové (2008) a Kislingerové (2001).

#### **2.3.5.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků**

Model diskontovaných peněžních toků znám také pod názvem model diskontu cash flow (dále jen DCF) nachází největší uplatnění v anglosaských zemích.

Podstatou této metody je ocenění podniku na bázi současné hodnoty budoucích peněžních toků. Klíčové je tedy správné vymezení budoucích peněžních toků a nákladů kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány. Teprve poté můžeme přistoupit ke stanovení hodnoty podniku.

Podle vymezení finančních toků, nákladu kapitálu a typu oceňovaného kapitálu rozlišujeme čtyři metody oceňování podniku:

- metodu DCF-Entity,
- metodu DCF-Equity,
- metodu DDM nazývanou dividendový diskontní model,
- metodu APV.

Výklad této kapitoly bude zaměřen na podrobnější vysvětlení dvou nejčastěji užívaných metod, a to metody DCF-Entity a DCF-Equity.

Stejně jako většina modelů, i tento musí splňovat určité požadavky, mezi něž patří předpoklad efektivních kapitálových trhů, existence jediné daně – daně z příjmu, struktura kapitálu tvořená vlastním jměním a dluhem a trvalé investování podniku do výše odpisů.

### Vymezení peněžních toků

Jak již bylo zmíněno výše, základem pro ocenění podniku je vymezení peněžních toků. S ohledem na to, zda oceňujeme celkový kapitál nebo jen vlastní, rozlišujeme tři druhy peněžních toků - peněžní toky pro vlastníky (FCFE), peněžní toky pro věřitele (FCFD) a peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF).

#### *Volné peněžní toky pro vlastníky*

Určují výši peněžního toku, který zůstává v podniku po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování a rozvoje podniku.

Výši FCFE zadlužené firmy lze vypočíst dle vztahu

$$FCFE_t = \check{C}Z_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + S^C - S^S, \quad (2.21)$$

kde  $\check{C}Z$  je čistý zisk,  $ODP$  odpisy,  $\check{C}PK$  čistý pracovní kapitál,  $INV$  investice,  $S^C$  čerpání úvěru a  $S^S$  splátka úvěru.

#### *Volné peněžní toky pro věřitele*

$$FCFD_t = \dot{U}(1-t) - S^C + S^S, \quad (2.22)$$

kde  $\dot{U}(1-t)$  jsou úroky po zdanění.

### *Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele*

Představují veškeré peněžní toky podniku generované provozními aktivy. Jsou to toky, z nichž budou po zajištění dalšího rozvoje a fungování podniku uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů.

FCFF lze spočítat následovně

$$FCFF = FCFD + FCFE \quad (2.23)$$

$$FCFF_t = \dot{CZ}_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + \dot{U}_t(1-t) \quad (2.24)$$

### **Stanovení diskontní míry pro DCF**

Diskontní míra významně ovlivňuje výši výsledné hodnoty podniku. Jejím úkolem je převést budoucí výnosy na současné při zohlednění faktoru času i rizika.

Stanovení diskontní míry záleží na výběru metody DCF k ocenění podniku. Pro metodu DCF-Entity užíváme průměrné náklady na kapitál, pro metodu DCF-Equity náklady vlastního kapitálu.

K určení nákladu kapitálu existuje několik přístupů, mezi základní z nich patří např. určení pomocí modelu CAPM, pomocí stavebnicového modelu či modelu arbitrážního.

Pro určení nákladů kapitálu v této práci bude užit stavebnicový model, neboť užití arbitrážního modelu a modelu CAPM není, vzhledem k tomu, že firma nemá akcie obchodovatelné na kapitálovém trhu, možné.

### ***Stavebnicový model***

Stavebnicové modely jsou hojně využívány v evropských zemích, kde neexistují dokonalé kapitálové trhy a nelze aplikovat model arbitrážní ani model CAPM.

Modely vycházejí, na rozdíl od modelů ostatních, z účetních dat, přičemž existuje nespočet variant modelu.

V podmínkách ČR bývá využíván stavebnicový model, se kterým pracuje Ministerstvo průmyslu a obchodu. Výpočet nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy zde vychází z Müller-Modiglianiho modelu a vypadá takto

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.25)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková míra,  $R_{podnikatelské}$  riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{finstab}$  riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a  $R_{LA}$  riziková přírážka za velikost podniku.

Náklady zadlužené firmy pak dopočteme jako:

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - t \cdot \frac{D}{A}\right), \quad (2.26)$$

kde  $t$  je daňová sazba,  $D$  je dluh a  $A$  aktiva.

#### **Riziková přírážka $R_{podnikatelské}$**

- pokud  $\frac{EBIT}{A} > \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}$ , pak  $R_{Podnik} = 0 \%$
- pokud  $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{Podnik} = 10\%$
- pokud  $0 < \frac{EBIT}{A} < \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}$ , pak

$$R_{Podnik} = \frac{\left[ \left( \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O} \right) - \left( \frac{EBIT}{A} \right) \right]^2}{10 \cdot \left( \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O} \right)^2}, \quad (2.27)$$

kde  $\dot{U}$  jsou placené úroky a  $UZ$  úplatné zdroje.

$$UZ = VK + BU + O, \quad (2.28)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU$  jsou bankovní úvěry a  $O$  vydané obligace.

**Riziková přírážka  $R_{finstab}$** 

- pokud  $CL > XL > 1$ , pak  $R_{Fin.stab.} = 0 \%$
- pokud  $CL < 1$ , pak  $R_{Fin.stab.} = 10 \%$
- pokud  $1 < CL < XL$ , pak  $R_{Fin.stab.} = \frac{(XL - CL)^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}, \quad (2.29)$

kde  $CL$  je celková likvidita a  $XL$  je průměrná likvidita odvětví, ve kterém firma působí.

**Riziková přírážka  $R_{LA}$** 

- pokud  $UZ > 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0 \%$
- pokud  $UZ < 100$  mil. Kč, pak  $R_{LA} = 5\%$
- pokud  $100 \text{ mil.} < UZ < 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = \frac{(3 - UZ(v \text{ mld.}))^2}{168,2} \quad (2.30)$

Pokud využíváme pro ocenění podniku model DCF-Equity, pak je třeba diskontovat ne průměrnými náklady na kapitál nýbrž náklady na vlastní kapitál.

$$r_e = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{U}{BU+O} \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad (2.31)$$

**Stanovení hodnoty podniku**

V praktické rovině se počítá s fungováním podniku do nekonečna, přičemž firma obvykle prochází různými fázemi vývoje. Podle toho, kolik fází se určuje, dělí se metody ocenění na jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

**Jednofázová metoda**

Je případem, kdy se předpokládá stejné chování po celou dobu trvání firmy. Jak již bylo zmíněno dříve, dle toho jaký je oceňován kapitál rozlišujeme DCF-Entity pro kapitál celkový a DCF-Equity pro kapitál vlastní.



### *DCF-Entity*

Cílem metody je tržní ocenění celkového kapitálu firmy diskontováním peněžních toků průměrnými náklady na kapitál.

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2.32)$$

### *DCF-Equity*

Tržní ocenění vlastní hodnoty kapitálu pomocí diskontování peněžních toků vlastními náklady na kapitál udává hodnotu, která připadá vlastníkům podniku.

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (2.33)$$

### *Dvoufázová metoda*

V praxi je téměř nemožné, aby se firma mohla chovat stále stejným způsobem, neboť je nutné neustále se přizpůsobovat tržním podmínkám, rozvoji, ale i konkurenci. Mnohem vhodnější jsou proto pro ocenění podniku metody dvoufázové.

Trvání firmy se rozděluje na dvě fáze. První fáze zpravidla trvá 4 až 6 let, kdy je situace ve společnosti předvídatelná a lze dobře odhadnout budoucí finanční toky. Druhá fáze pak trvá do nekonečna. V této fázi lze již stanovit pouze trend vývoje finančních toků.

Hodnotu firmy určíme jako součet hodnot fází

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.34)$$

kde  $V_1$  je hodnota za první fázi a  $V_2$  hodnota za fázi druhou.

Jednotlivé hodnoty fází pak určíme následovně

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.35)$$

kde  $T$  je délka první fáze a  $R_1$  jsou náklady kapitálu první fáze,

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.36)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota, kterou lze vypočíst dle vzorce 2. 37.

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.37)$$

kde  $R_2$  jsou náklady kapitálu druhé fáze.

Výslednou hodnotu podniku pak vyjadřuje vzorec

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{R_2} \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (2.38)$$

#### 2.3.5.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Stejně jako metoda DCF je i metoda kapitalizovaných zisků založena na principu současné hodnoty, konkrétně hodnoty budoucích zisků.

V současné době je tato metoda nejjednodušším modelem pro stanovení hodnoty podniku, přesto naráží na řadu těžkostí. Ty jsou spojeny zejména s odhadem dalšího vývoje podniku. Využívány jsou dvě metody - paušální a analytická.

Hodnotu podniku počítáme z výnosů pouze pro vlastníky, tudíž výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu.

## **Paušální metoda**

Využití nalézá zejména u menších stabilizovaných firem, kde se nepředpokládá větší dlouhodobý růst.

Pro stanovení hodnoty vycházíme z účetních výkazů, přičemž nás zajímá položka účetního zisku, která je podrobena řadě korekcí.

Propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku je následující

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.39)$$

kde  $Z_t$  je upravený zisk minulých období,  $T$  je počet let zahrnutých do výpočtu a  $w_t$  jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím.

Po zjištění trvale udržitelného zisku již lze přikročit k výpočtu hodnoty podniku dle vztahu

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.40)$$

kde  $R$  jsou náklady kapitálu.

## **Analytická metoda**

Je obdobou metody DCF s tím rozdílem, že místo kalkulování očekávaného výnosu z peněžních toků kalkuluje výnosy z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Aplikována bývá analytická metoda v situacích, kdy máme k dispozici řadu budoucích výnosů a předpokládáme trvalou existenci podniku.

Pokud budeme stejně jako u metody DCF stanovovat hodnotu podniku dvoufázovou metodou, pak výpočet bude následující

$$V = \sum_{t=1}^T Z_t \cdot (1 + R)^{-t} + \frac{Z}{R} \cdot (1 + R)^{-T} \quad (2.41)$$

### **3. OCENĚNÍ PODNIKU ALPINE STAVEBNÍ SPOLEČNOST CZ, S.R.O.**

V této kapitole bude představena oceňovaná společnost a bude přistoupeno k praktickému výpočtu ocenění společnosti Alpine Bau CZ dle metodologie uváděné v předchozí kapitole.

Nejprve bude proveden sběr vstupních dat, ze kterého bude vycházet strategická analýza a analýza finanční. S pomocí výsledků těchto kroků bude moci být sestaven finanční plán společnosti na 5 let. Po sestavení plánu bude přikročeno k ocenění společnosti. Vybranými metodami pro oceňování podniku jsou v tomto případě metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaných zisků.

#### **3.1 Vstupní údaje**

Vstupními údaji pro oceňování společnosti jsou jednak základní data o podniku, ale hlavně data ekonomická.

Základní data o podniku jsou uvedena níže. Ekonomická data skládající se z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow uvádí přílohy č. 1, 2 a 3.

#### **Představení společnosti**

ALPINE stavební společnost CZ, a.s., vznikla na základě dvou fúzujících společností, a to ALPINE IPS OSTRAVA a.s. a ALPINE-SSaM s.r.o. Valašské Meziříčí.

Je součástí rakouského koncernu ALPINE a v České republice působí jako dceřiná společnost koncernu od 30. 4. 1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku soudu v Ostravě jako akciová společnost. Koncern ALPINE Bau, se stal v roce 2006 součástí skupiny FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS (FCC). Tato skupina sestavuje konsolidovanou účetní závěrku s účetním obdobím kalendářního roku.

Ke dni 1. 5. 2006 změnila společnost ALPINE CZ právní formu podnikání z akciové společnosti na společnost s ručeným omezením.

Dne 18. listopadu 2010 byla zapsána do obchodního rejstříku změna obchodní firmy ALPINE stavební společnost CZ, s.r.o. na ALPINE Bau CZ s.r.o.

Firma se vyznačuje dlouhodobou orientací na dopravní a inženýrské stavby, přičemž rozhodujícím předmětem podnikání společnosti je především provádění staveb, jejich změn a odstraňování, výkon zeměměřičských činností, silniční motorová doprava nákladní, pronájem a půjčování věcí movitých.

Základní kapitál společnosti činí 135 000 000 Kč a je plně splacen společností ALPINE Bau GmbH, která má 100 % majetkový podíl.

### **Identifikační údaje**

ALPINE Bau CZ, s.r.o.

Jiráskova 613/13, 757 43 Valašské Meziříčí

IČO: 45192286

DIČ: CZ45192286

*Předmět podnikání:*

- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- projektová činnost ve výstavbě
- výkon zeměměřičských činností
- výroba stavebních hmot a stavebních výrobků
- montáž, opravy, revize a zkoušky vyhrazených elektrických zařízení
- výroba rozvaděčů nízkého napětí a baterií, kabelů a vodičů
- kovoobráběčství
- opravy silničních vozidel
- silniční motorová doprava nákladní a osobní
- provozování čerpacích stanic s palivy a mazivy
- nákup, prodej a skladování paliv a maziv vč. jejich dovozu
- pronájem a půjčování věcí movitých
- velkoobchod, specializovaný maloobchod
- realitní činnost, ubytovací služby, činnost účetních poradců a vedení účetnictví

## **Organizační struktura společnosti**

Vedení Alpine Bau CZ tvoří dva jednatelé a devět prokuristů. Společnost se dělí na několik úseků:

- ekonomický úsek,
- výrobní úsek provozovna Valašské Meziříčí,
- výrobní úsek provozovna Ostrava,
- výrobní úsek provozovna Brno,
- výrobní úsek provozovna Praha,
- výrobní úsek provozovna Zlín,
- výrobní úsek provozovna Znojmo,
- obalovna Smolín,
- oddělení zakázky,
- oddělení správy strojů a budov.

## **3.2 Strategická analýza**

V literatuře bývá strategická analýza označována jako klíčová fáze oceňovacího procesu. V praxi jí však zatím není přikládána velké váha.

V této kapitole bude pozornost zaměřena na vymezení relevantního trhu, analýzu konkurence a prognózu tržeb.

### **3.2.1 Výhled společnosti pro rok 2011**

V důsledku celosvětové finanční krize chybí jak ve veřejném, tak i v soukromém sektoru finanční prostředky a české stavebnictví tak stojí před masivním snižováním nadbytečných kapacit. V roce 2011 by tato tendence pro firmu Alpine Bau Cz neměla být ještě úplně zřetelná, neboť se stále ještě realizují stávající zakázky. Pokud se však radikálně nezmění investiční politika státu, a to zejména v oblasti dopravní infrastruktury, povede tato tendence v dalších letech k momentálně neodhadnutelným důsledkům. Negativní vliv na objem stavebních zakázek by také mělo zvýšení DPH z 10 % na 20 %. Jako možný termín zavedení zvýšené sazby se uvádí 3. čtvrtletí 2011 popř. 1. čtvrtletí 2012.

Pro rok 2011 má společnost naplánované stavební výkony ve výši zhruba 2,5 mld. Kč s pozitivním výsledkem hospodaření.

### 3.2.2 Relevantní trh

Vymezení relevantního trhu je základním krokem strategické analýzy. Tento krok však není tak jednoduchý, jak se na první pohled zdá. Za relevantní trh lze v případě Alpine CZ považovat celý trh stavebnictví nebo pouze oblast dopravních a inženýrských staveb, na kterou se společnost zaměřuje, případně lze trh zúžit dle soupisu prováděných zakázek z výročních zpráv pouze na oblast infrastruktury silniční dopravy.

Volba relevantního trhu by měla umožňovat získání základních dat o trhu, posouzení atraktivity a zpracování prognózy dalšího vývoje trhu.

Na základě těchto požadavků se jako nejlepší varianta relevantního trhu jeví trh infrastruktury silniční dopravy. Jelikož společnost uskutečňuje zakázky na území celé ČR, není již nutno data přepočítávat.

V tab. 3.1 je uveden odhad velikosti relevantního trhu.

Tab. 3.1 – Odhad velikosti relevantního trhu v mil. Kč<sup>9</sup>

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Velikost relevantního trhu</b>	72 404	92 177	92 719	96 916	115 828	119 790

### 3.2.3 Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu by měla vést k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem. Toto poznání by následně mělo být promítnuto do prognózy vývoje trhu i tržního podílu a popřípadě by mělo poskytnout informace potřebné ke stanovení rizikové přírážky diskontní míry.

Atraktivita je pro každý trh specifická, proto jsou specifické i hlavní faktory této analýzy. V případě trhu, na kterém působí společnost Alpine Bau CZ, byly zvoleny níže uvedené faktory.

<sup>9</sup> Ministerstvo dopravy [online], URL: <<http://www.mdcz.cz>> [cit. 2010-10-02]

*Velikost trhu* - trh silniční dopravy v porovnání s ostatními trhy v rámci trhu dopravní infrastruktury vykazuje nadprůměrnou velikost. Porovnání trhu je uvedeno v příloze č. 4.

*Růst trhu* - z hlediska vývoje trhu se v krátkodobém časovém horizontu neočekává žádný významný trend. Vývojové tendence tohoto trhu ovlivňují zvláště finanční prostředky, které má stát ročně k dispozici na výdaje v oblasti dopravní infrastruktury.

*Konkurenční struktura a intenzita konkurence* - s ohledem na zaměření na hlavní aktivity společnosti, výstavbu silnic a dálnic, lze konstatovat, že v této oblasti existuje mnoho konkurentů. Co se týče výstavby rychlostních silnic a dálnic, zde existuje konkurentů pouze několik. Jedná se totiž o projekty v řádech milionů korun, kde je nutno disponovat vysokou výší kapitálu k vyrovnaní nesouladu mezi příjmy a výdaji. O to víc je jich pak v oblasti menších stavebních akcí jako jsou opravy a údržba komunikací, kde mohou působit i méně kapitálově silné firmy. Odběratel je zde představován státem, respektive ministerstvem dopravy, které má tuto oblast ve správě. Firma Alpine Bau CZ zde stojí v pozici polypolu. Dá se tedy říci, že v oblasti dopravní infrastruktury je velmi silná intenzita konkurence.

*Struktura zákazníků* - rozhodující částí podnikatelské činnosti společnost Alpine Bau CZ je oprava a výstavba rychlostních silnic a dálnic. Správou těchto komunikací se zabývá v ČR státní příspěvková organizace zřízena ministerstvem dopravy - Ředitelství silnic a dálnic. Na místní úrovni pak jednotlivé kraje. V rozhodující oblasti podnikání tedy existuje jeden odběratel a tím je stát.

*Průměrná rentabilita* – jelikož bariéry vstupu do odvětví jsou pouze finanční, pro většinu nadnárodních firem toto není překážkou. Důsledkem toho, je dle teorie nabídky firem, pouze průměrná rentabilita v tomto segmentu trhu.

*Bariéry vstupu* – v tomto ohledu neexistují žádné legislativní bariéry, ovšem existuje zde bariéra finanční a technologická.

*Citlivost na změny hospodářského cyklu* – stavebnictví, do kterého spadá oblast dopravní infrastruktury, je klasickým příkladem cyklického odvětví. Důležitým znakem cyklického odvětví z hlediska hodnoty podniku je dosahování velmi dobrých výsledků ve fázi expanze, nejhorších pak v období recese, kdy klesá poptávka po produktech a službách těchto podniků.

Výsledky analýzy jsou shrnuty v tab. 3.2.



**Tab. 3.2 – Analýza atraktivity trhu dopravní infrastruktury**

Kritérium	Váha <sup>10</sup>	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x body
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6	
Velikost trhu	0,1416					x			0,5662
Růst trhu	0,3141				x				0,9422
Intenzita konkurence	0,2438						x		1,2192
Struktura zákazníků	0,0369	x							0,0000
Průměrná rentabilita	0,1485				x				0,4456
Bariéry vstupu	0,0894			x					0,1788
Citlivost na konjunkturu	0,0257						x		0,1286
Celkem									3,4805

Maximální počet bodů = 6

Dosažené hodnocení = 58 %

V případě trhu silniční dopravy se atraktivita trhu pohybuje mírně nad hranicí průměru.

### 3.2.4 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Obsahem analýzy konkurenční síly podniku je stanovení tržních podílů podniku, identifikace konkurentů a analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly. Tyto jednotlivé kroky by pak měly vést k cíli této analýzy, kterým je prognóza tržních podílů podniku.

#### Stanovení tržního podílu

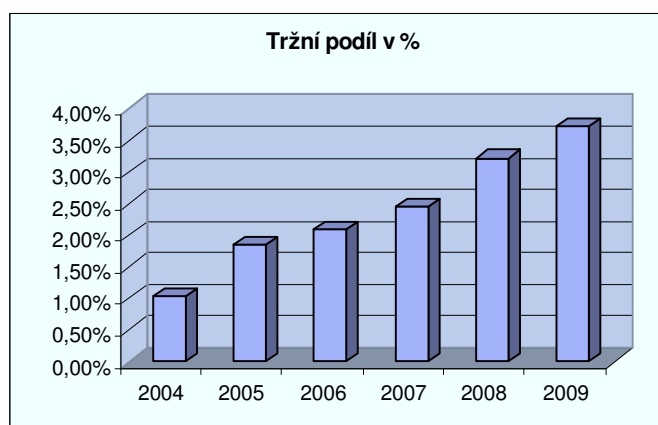
Tržní podíl společnosti Alpine Bau CZ byl kvantifikován na základě znalostí tržeb podniku a velikosti relevantního trhu. Výši % podílu udává tab. 3.3.

**Tab. 3.3 – Tržní podíl společnosti Alpine Bau CZ v %**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Tržní podíl</b>	1,02 %	1,84 %	2,10 %	2,46 %	3,23 %	3,73 %

<sup>10</sup> Jednotlivé váhy byly stanoveny na základě Saatyho metody pro stanovení vah – viz příloha č. 5.

**Graf 3.1 – Tržní podíl společnosti Alpine Bau CZ**



Jak můžeme v grafu pozorovat, tržní podíl společnosti má rostoucí trend. Zvyšování podílu souvisí s neustálým upevňováním pozice společnosti na trhu. I do budoucna je nadále očekávána mírně rostoucí tendence tržního podílu.

### **Identifikace hlavních konkurentů**

V České republice se výstavbou silničních komunikací s obratem nad 20 mil. Kč zabývá 82 firem registrovaných ve Svazu podnikatelů ve stavebnictví v ČR.

Dominantní postavení na trhu zaujímá stavební společnost Skanska, a.s. (tržby v roce 2009 25 mld. Kč) a Strabag, a.s. (tržby v roce 2010 cca 16,7 mld. Kč). Jelikož mají tyto společnosti široký rozsah činností, nepodařilo se zjistit výši tržeb pouze pro oblast dopravní infrastruktury.

Konkurenty Alpine Bau CZ jsou Dálniční stavby Praha a.s. (tržby v roce 2010 cca 3,2 mld. Kč) a SMP CZ, a.s. (tržby cca 3 mld. Kč). Ostatní stavební společnosti se věnují výstavbě silnic a dálnic pouze okrajově a jejich tržby nepřevyšují 1 mld. Kč.

### **3.2.5 Analýza potenciálu oceňovaného podniku**

Analýza vnitřního potenciálu firmy by měla posoudit vývojové možnosti podniku a zjistit do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a okolí a také do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám.

Existuje celá řada přístupů k měření potenciálu. Často používanou a poměrně jednoduchou metodou pro zhodnocení potenciálu firmy je metoda bodovací. Ta bude užita i v rámci této diplomové práce.

## Bodové ohodnocení potenciálu

Metoda vychází z rozhodnutí, zda potenciál existuje či nikoli, dále z rozhodnutí zda se jedná o jev vnitřní, vnější, pozitivní či negativní. Vnitřní jevy představují silné a slabé stránky, vnější pak příležitosti a ohrožení. Negativním jevem jsou slabé stránky a ohrožení, pozitivním silné stránky a příležitosti. Dále následuje stanovení měřítka tzv. škály pro ohodnocení jednotlivých jevů:

- pro silné stránky a příležitosti
  - 5 extrémně silná
  - 4 velmi silná
  - 3 nadprůměrně silná
  - 2 průměrně silná
  - 1 podprůměrně silná
- pro slabé stránky a ohrožení
  - 5 extrémně slabá
  - 4 velmi slabá
  - 3 nadprůměrně slabá
  - 2 průměrně slabá
  - 1 podprůměrně slabá

Výsledkem bodovací metody je pak ohodnocení celkového potenciálu firmy.

Tab. 3.4 – Silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení Alpine Bau CZ

Silné stránky	Body	Slabé stránky	Body
Flexibilita	3	Málo agresivní prosazování se na trhu	-4
Postavení na trhu	4	Úzký rozsah činností	-3
Přehled o konkurenci	2	Zastaralé technologie	-5
Špičkový personál	1	Nedostatečná investiční činnost	-4
Příležitosti	Body	Ohrožení	Body
Rozšíření rozsahu činností	3	Vstup nových konkurentů na trh	3
Obnova technologií	3	Zvýšení sazby DPH	4
Odchod některého konkurenta z trhu	4	Omezení SR a dotací pro dopravní infrastrukturu	5
Inovace v pracovních postupech	5	Růst inflace	1

Propočet orientace sil a celkového potenciálu firmy je uveden v příloze č. 6. Firma se dle výsledků vyznačuje pozitivními rysy potenciálu a relativní orientace silového pole má hodnotu 7,69 %. Znamená to tedy, že v podniku převládají silné stránky a příležitosti a relativní orientace potenciálu tvoří 7,69 % celkového potenciálu.

### 3.2.6 Prognóza vývoje tržeb

Co se týče prognózy vývoje tržeb, tak zde opět existuje celá řada alternativ. Nejvhodnější volbou je zřejmě stanovení regresní funkce a následná simulace finančního plánu s několika sty scénářů a určení jejich střední hodnoty. Tento postup, kterým se zabývají finanční modely je však velmi náročný a svým rozsahem i odborností odpovídá spíše disertační práci. Z tohoto důvodu byly zvoleny jednodušší metody prognózy vycházející z Maříka (2003).

Pro prognózu tržeb byly užity tři přístupy. První varianta prognózuje tržby na základě posouzení atraktivitu trhu a relativní orientace potenciálu. Druhá varianta vychází z prognózy růstu trhu a tržního podílu a třetí z průměrného tempa růstu tržeb.

Výsledný % nárůst tržeb dle jednotlivých variant uvádí následující tabulka.

**Tab. 3.5 – Prognóza růstu tržeb v %**

Varianta	Nárůst tržeb
Varianta 1	4,46 % ( $0,58 \cdot 0,0769$ )
Varianta 2	27,16 %
Varianta 3	2,91 % ( $0,0987 \cdot 0,2951$ )

Tržby v letech 2010 – 2014 jsou dle prognózy následující:

**Tab. 3.6 – Tržby v letech 2010 – 2014 v tis. Kč**

	2010	2011	2012	2013	2014
Varianta 1	2 642 801	2 760 675	2 883 807	3 012 431	3 146 791
Varianta 2	3 217 109	4 090 890	5 201 995	6 614 881	8 411 513
Varianta 3	2 603 655	2 679 496	2 757 547	2 837 871	2 920 535

Každá prognóza, jakož i tato, je založena na subjektivním odhadu oceňovatele.

### 3.3 Finanční analýza

Poté, co byla v předchozí kapitole týkající se strategické analýzy vyjasněna představa o potenciálu podniku, je možné začít se zabývat stránkou finanční. Finanční stránka podniku zde bude zhodnocena pomocí finanční analýzy.

V praxi existuje celá řada metod sloužících k hodnocení finančního zdraví podniku. V této práci budou provedeny základní druhy analýz, se kterými se dá nejčastěji u hodnocení podniků setkat. Patří zde horizontální a vertikální analýza, analýza poměrových ukazatelů a souhrnný model hodnocení finanční úrovně, konkrétně Kralickův Quick Test.

#### 3.3.1 Vertikální analýza

Vertikální analýza představuje procentuální vyjádření struktury daného ekonomického ukazatele. Rozebrány v této analýze budou výkaz rozvahy a výkaz zisku a ztráty pro roky 2004 – 2009. K výpočtům bude užít vzorec 2.1.

##### Vertikální analýza rozvahy

Ve vertikální analýze rozvahy bylo provedeno procentuální vyjádření struktury aktiv a pasiv. Výsledky analýzy uvádí příloha č. 7.

Co se týče aktiv, již od roku 2004 můžeme pozorovat, že největší podíl na nich tvoří oběžná aktiva, zvláště pak krátkodobé pohledávky. Převážná část těchto pohledávek je tvořena pohledávkami k odběratelům, z nichž část je už po době do splatnosti a každým rokem je část těchto nedobytných pohledávek odepsána do nákladů. Nemalou část aktiv zastává i dlouhodobý hmotný majetek tvořený zařízením strojového parku.

Největší podíl na pasivech zastávají dlouhodobé a krátkodobé úvěry. Podíl dlouhodobých závazků na pasivech v čase klesá, neboť společnost postupně splácí závazky v rámci finanční skupiny. Podíl krátkodobých závazků na pasivech, tvořených závazky k dodavatelům, se drží až do roku 2008 na poměrně stabilní úrovni, v roce 2008 pak podíl roste téměř na dvojnásobek – společnost si bere úvěr od společnosti Alpine Schweiz, která je součástí finanční skupiny. Od roku 2006 do roku 2008 představuje slušný podíl na pasivech také vlastní kapitál. Ačkoli společnost díky snižujícím se záporným výsledkům hospodaření minulých období přistupuje ke snížení základního kapitálu, jeho podíl

na pasivech oproti předchozím obdobím začíná být podstatný. Ke snížení základního kapitálu pak dochází opět v roce 2009 vlivem záporného výsledku hospodaření.

### **Vertikální analýza VZaZ**

Procentuální vyjádření struktury ve vertikální analýze VZaZ bylo provedeno pro položku *VH* za běžnou činnost. Výsledky analýzy uvádí příloha č. 8.

Až do roku 2007 hraje dominantní roli ve výsledku hospodaření provozní výsledek hospodaření. Finanční výsledek hospodaření je s výjimkou roku 2004, kdy tvoří téměř čtvrtinu výsledku hospodaření, zanedbatelný. V roce 2008 finanční výsledek hospodaření prudce klesá do ztrát a společnost jen tak, tak dosahuje kladného *VH*. Mimořádný výsledek hospodaření je ve všech letech nulový.

Co se týče provozního výsledku hospodaření, pak jeho podstatná část je tvořena výkony a výkonovou spotřebou a osobními náklady. Výkony jsou myšleny zejména tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. V roce 2005 a 2008 tvoří nemalou část provozního *VH* i změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti.

Finanční výsledek hospodaření začíná být pro firmu podstatným až v roce 2008. Jelikož společnost splácí krátkodobé závazky dodavatelům v eurech, přičemž koruna v roce 2008 posilovala, má v tomto roce velkou ztrátu z kursových rozdílů.

### **3.3.2 Horizontální analýza**

Horizontální analýza slouží k porovnání ukazatelů v čase. Rozebrán zde bude vývoj položek z výkazů rozvahy a výkazu zisku a ztráty v letech 2004 – 2009. K výpočtům bude užít vzorec 2.3.

#### **Horizontální analýza rozvahy**

Vývoj jednotlivých položek rozvahy uvádí příloha č. 9.

Pokud se zaměříme na vývoj dlouhodobého majetku, pak ten v roce 2004 a 2009 klesá. Tento pokles je způsoben prodejem provozně nepotřebných nemovitostí. Jeho vývoj v ostatních letech má rostoucí tendenci, jejíž příčinou jsou značné investice do obnovy strojového parku a v roce 2007 investice do softwaru. Vývoj oběžných aktiv je nesourodý. Co se týče zásob, pak velké nárůsty jsou zaznamenány v roce 2006 a 2008 z důvodu růstu

nedokončené výroby, jenž je chápána jako rozestavěné stavební zakázky s termíny dostavby v následujícím období. Výkyvy lze zaznamenat rovněž v položkách pohledávek, přičemž tyto jsou způsobeny doplňováním zásob materiálu a tím i zvyšováním pohledávek k odběratelům. V roce 2008 se účtuje o odložené daňové pohledávce, jež tvoří rozhodující část dlouhodobých pohledávek. Krátkodobý finanční majetek zaznamenává největší výkyv v roce 2004 v položce účtů v bankách. Dochází k němu tím, že v roce 2003 měla společnost kontokorentní zůstatek u banky, který byl splacen a v roce následujícím už účet vykazoval kladný zůstatek.

Základní kapitál společnosti byl do roku 2005 neměnný, v roce 2006 pak došlo k jeho snížení. Kapitálové fondy byly udržovány od roku 2004 na stabilní úrovni. Rezervní fond byl navyšován každoročně o 5 % zdaněného zisku až do roku 2006, kdy dosáhl zákonem požadované výše 10 % základního kapitálu. Výsledek hospodaření minulých období byl každoročně snižován úhradou části této ztráty ze zisku BÚO. Pokud jde o VH BÚO pak ten díky pozitivnímu vývoji ve stavebnictví od roku 2003 až do roku 2007 rostl. V roce 2008 v důsledku finanční celosvětové krize společnost dosahuje jen těsně pozitivního výsledku hospodaření. Ačkoli výkony byly vysoké, neočekávané zvýšení cen stavebního materiálu a posilující koruna v poměru k euru vedoucí k masivnímu ovlivnění výsledku půjček, zapříčinily velmi neuspokojivý výsledek. Naplno se však krize na výsledku hospodaření podepsala až v roce 2009, kdy je výsledek hospodaření hluboce ve ztrátě. Ačkoli v Čechách byla obchodní činnost pozitivní, celkový výsledek hospodaření byl masivně ovlivněn negativním výsledkem stavby dálnice A1 V Polsku. Rezervy společnosti jsou vyjma tvorby zákonných rezerv navyšovány za účelem krytí možných budoucích nákladů a na základě došlých penalizačních faktur, přičemž v některých letech dochází právě z těchto důvodů k jejich čerpání. Bankovní úvěry společnost čerpá v podobě kontokorentů v letech 2006 a 2007 ke krytí dodavatelských faktur. Hodnoty krátkodobých závazků vzhledem k rostoucím výkonům a větší spotřebě materiálu v čase rostou, enormní nárůst pak zaznamenávají v roce 2008, kdy vlivem krize dochází ke zdražování materiálů od dodavatelů. Dlouhodobé závazky k finanční skupině společnost postupně splácí, v roce 2008 je dluh plně splacen, zbylou část závazků tvoří závazky k dodavatelům.

### **Horizontální analýza VZaZ**

Vývoj jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty uvádí příloha č. 10.

Z hlediska horizontální analýzy aktiv můžeme pozorovat pouze několik extrémních změn.

Z provozní části výsledku hospodaření je podstatný zejména nárůst výkonů a výkonové spotřeby mezi lety 2004 – 2005. Základy k tomuto růstu byly položeny již v roce 2003, kdy se v podniku začaly provádět restrukturalizační opatření vedoucí ke zvýšení produktivity a efektivity. Celkově k růstu přidané hodnoty přispěl i vstup do EU, protože se zvýšil počet konkurentů a snížily se ceny některých materiálů. Nárůst výkonové spotřeby je též podstatný mezi lety 2008 – 2009, kdy dochází k cílenému rozšíření trhu. V roce 2007 – 2008 nastává podstatná změna v položkách ostatních provozních výnosů a nákladů. Tyto výkyvy jsou v obou případech spojovány zvláště s přefakturovanými službami, v případě výnosů pak také s úroky z prodlení a tržbami za mechanizaci. Zvláštním případem je pak změna stavu rezerv a opravných položek jak v provozní tak i ve finanční oblasti. Tato položka vykazuje výkyvy závislé na momentálních potřebách podniku a jeho očekáváních do budoucna.

V oblasti finančního výsledku hospodaření stojí za zmínku nárůst nákladových úroků od roku 2006 do roku 2008. Úroky narůstají v důsledku kontokorentu v roce 2007 a zvýšení dodavatelských závazků na dvojnásobek v roce 2008. V období 2007 – 2008 je významný také nárůst ostatních finančních nákladů, který je způsoben posílením koruny, jak již bylo zmíněno ve vertikální analýze VZaZ.

Posledním významným výkyvem je růst daně z příjmu v období 2007 – 2008, který je důsledkem účtování o odložené dani a pokles výsledku hospodaření, jenž byl rozebrán již v horizontální analýze rozvahy.

### 3.3.3 Čistý pracovní kapitál

Výpočet čistého pracovního kapitálu bude proveden dle vzorce 2.4. Protože ČPK vyjadřuje jaká část oběžného majetku je kryta dlouhodobým kapitálem, je pro lepší vypovídací schopnost vhodné vyjádřit nejen samotnou výši ČPK, ale i jeho podíl na OA.

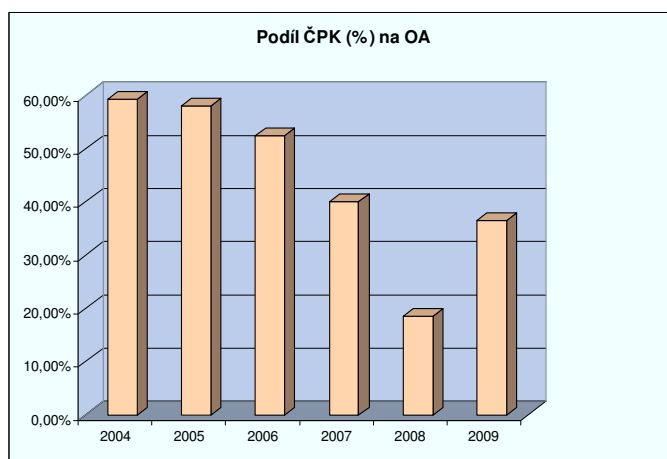
Výsledné hodnoty ČPK uvádí tab. 3.7. Hodnoty byly pro lepší ilustraci vývoje převedeny i do grafu.

**Tab. 3.7 – Ukazatel ČPK v letech 2004 – 2009 v tis. Kč a jeho % podíl na oběžných aktivech**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ČPK (tis. Kč)</b>	280 594	386 394	407 214	363 190	204 254	584 226
<b>OA (tis. Kč)</b>	473 078	667 049	776 579	905 619	1 107 376	1 600 838
<b>% podíl na OA</b>	59,31 %	57,93 %	52,44 %	40,10 %	18,44 %	36,50 %



**Graf 3.2 – Vývoje podílu ukazatele ČPK na OA**



Jak můžeme v grafu pozorovat, podíl ČPK na *OA* v čase klesá. Tento vývoj je pro podnik pozitivní, protože dle zlatého bilančního pravidla by krátkodobý majetek měl být kryt zdroji krátkodobými. Negativně se však začíná projevovat opět od roku 2009, kdy podíl ČPK na *OA* roste.

### **3.3.4 Poměrová analýza**

Poměrová analýza, je v rámci analýzy finanční, nejhojněji užívanou analýzou. Zahrnují se do ní ukazatele rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a kapitálových trhů. Níže budou rozebrány ukazatele ze všech těchto oblastí krom analýzy ukazatelů kapitálového trhu. Tato analýza bývá prováděna pouze pro společnosti právní formy a.s.

#### **Ukazatele rentability**

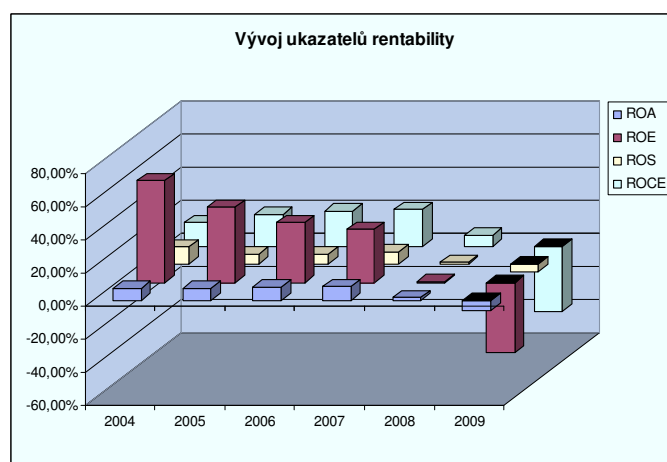
Z oblasti rentability podniku byly pro analýzu zvoleny základní typy ukazatelů, a to ukazatel rentability aktiv, vlastního kapitálu, tržeb a dlouhodobě investovaného kapitálu.

K výpočtům jednotlivých ukazatelů poslouží vzorce 2.5 – 2.8. Výsledné hodnoty ukazatelů uvádí tab. 3.8. Hodnoty byly pro lepší ilustraci přeneseny i do grafu.

**Tab. 3.8 – Ukazatele rentability v letech 2004 – 2009 v %**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ROA</b>	7,58 %	7,60 %	7,98 %	8,47 %	1,71 %	-5,88 %
<b>ROE</b>	61,50 %	45,50 %	36,27 %	32,23 %	0,46 %	-42,51 %
<b>ROS</b>	10,46 %	6,35 %	6,36 %	7,32 %	1,19 %	-4,45 %
<b>ROCE</b>	14,10 %	19,29 %	21,11 %	22,16 %	6,46 %	-39,34 %

**Graf 3.3 – Vývoj ukazatelů rentability v letech 2004 - 2009**



Největších výkyvů z oblasti ukazatelů rentability dosahuje rentabilita vlastního kapitálu, která má prudce klesající trend. Do roku 2007, přestože EAT roste, VK roste v důsledku uplatňování daňových ztrát a snižování jejich výše, mnohem rychleji než EAT, ROE proto klesá. Markantní pokles ROE v období 2007 – 2009, stejně jako pokles všech ostatních ukazatelů rentability v tomto období, je připisován poklesu EBITu, který je vysvětlen v horizontální analýze rozvahy. Poklesu ROE v tomto období, se navíc věnuje, Du – Pontův rozklad uvedený níže.

Druhým ukazatelem, který dosahuje nejvyšších hodnot rentability je ukazatel dlouhodobě investovaného kapitálu. Tento ukazatel má do roku 2008 rostoucí charakter. Pozitivní vliv na růst ukazatele má růst EBITu v rámci upevňování tržní pozice podniku a snižování dlouhodobých závazků splácením úvěru v rámci finanční skupiny. Negativně působí zvyšování VK, ovšem ne ve výši ovlivňující charakter pohybu ROCE.

Ukazatele rentability aktiv a rentability tržeb mají kromě období 2004 – 2005, kde ROS klesá, zatímco ROA roste, stejnou tendenci vývoje – růst do roku 2007 a následný pokles.

Od roku 2008 začíná mít společnost problémy se všemi ukazateli rentability, markantně se to pak začíná projevovat v roce 2009. Značný podíl na těchto negativních výsledcích má obchodní činnost společnosti Alpine Slask-Budowa (Polsko) v níž má Alpine CZ 100 % vlastnický podíl.

Ačkoli jsou výsledky rentability alarmující, společnost momentálně stále rozšiřuje své pole působnosti a vzhledem k tomu, že má rozpracované dlouhodobé kontrakty, očekává, že se zlepší jak výsledek hospodaření, tak i ukazatele rentability.

## Du-Pontův rozklad ROE

V rámci finanční analýzy bude proveden pyramidový rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE). Rozklad bude aplikován pouze na období s největšími výkyvy hodnoty ukazatele.

První úroveň rozkladu se bude týkat rozložení ROE na ukazatel rentability tržeb, obrátky aktiv a finanční páky, druhá úroveň pak rozloží rentabilitu tržeb na ukazatel daňové redukce, úrokové redukce a provozní rentability tržeb – viz schéma 2.2.

K rozkladu bude užita metoda postupných změn, jejíž postup uvádí soubor vzorců 2.20.

### Vlivy na ukazatel ROE v období 2007 - 2009

Pro Du-Pontův rozklad byly zvoleny období, ve kterých došlo k největším výkyvům, tedy období 2007 – 2009. V roce 2007 byla hodnota ukazatele na úrovni 32,23 % a následující rok poklesla na 0,46 %, relativní změna tedy činila - 98,56 %. V roce 2008 pak hodnota ukazatele činila 0,46 % s poklesem v roce 2009 na - 42,51 %.

**Tab. 3.9 – Výsledky rozkladu ukazatele ROE za období 2007 - 2008**

	$a_{i0}$	$a_{i1}$	$\Delta a_i$	$\Delta x_{ai}$	Pořadí vlivu
$a_1 = EAT/T$	0,0708	0,0008	-0,0700	-31,88 %	1
$a_2 = T/A$	1,1573	1,4345	0,2773	0,08 %	2
$a_3 = A/VK$	3,9340	4,2082	0,2742	0,03 %	3

Při aplikaci metody postupných změn mezi lety 2007 – 2008 bylo zjištěno, že klíčový vliv na pokles ROE měl pokles rentability tržeb. Vliv obrátky aktiv a finanční páky byl pozitivní, v tomto případě však zanedbatelný.

Pro rozklad druhé úrovně byla vybrána rentabilita tržeb, která měla rozhodující vliv na ROE.

**Tab. 3. 10 – Výsledky rozkladu rentability tržeb za období 2007 – 2008**

	$a_{i0}$	$a_{i1}$	$\Delta a_i$	$\Delta x_{ai} \text{ (EAT/T)}$	Pořadí vlivu	$\Delta x_{ai} \text{ (ROE)}$
$a_1 = \text{EAT/EBT}$	0,9824	0,1860	-0,7965	-5,74 %	1	-26,13 %
$a_2 = \text{EBT/EBIT}$	0,9847	0,3456	-0,6391	-0,87 %	2	-3,96 %
$a_3 = \text{EBIT/T}$	0,0732	0,0119	-0,0612	-0,39 %	3	-1,79 %

Na poklesu rentability tržeb v období 2007 – 2008 se dle metody postupných změn nejvýznamněji podílel pokles daňové redukce. Tento jev lze vysvětlit tím, že společnost od roku 2008 začala účtovat o odložené dani, což se projevilo v nárůstu daňové povinnosti a poklesu EATu, který znamenal i pokles hodnoty ukazatele daňové redukce. Úroková redukce a provozní rentabilita tržeb působily na rentabilitu tržeb taktéž negativně, jejich vliv však byl velmi slabý.

**Tab. 3. 11 – Výsledky rozkladu ukazatele ROE za období 2008 - 2009**

	$a_{i0}$	$a_{i1}$	$\Delta a_i$	$\Delta x_{ai}$	Pořadí vlivu
$a_1 = \text{EAT/T}$	0,0008	-0,0417	-0,0425	-25,66 %	1
$a_2 = \text{T/A}$	1,4345	1,3215	-0,1131	1,99 %	3
$a_3 = \text{A/VK}$	4,2082	7,7083	3,5000	-19,30 %	2

Při aplikaci metody postupných změn v období 2008 – 2009 bylo zjištěno, že klíčový vliv na pokles ROE měl pokles rentability tržeb. Vliv obrátky aktiv byl pozitivní, v tomto případě však zanedbatelný. Podstatný vliv na ROE měl také pokles finanční páky.

Pro rozklad druhé úrovně byla vybrána rentabilita tržeb, která měla rozhodující vliv na ROE.

**Tab. 3. 12 – Výsledky rozkladu rentability tržeb za období 2008 – 2009**

	$a_{i0}$	$a_{i1}$	$\Delta a_i$	$\Delta x_{ai} \text{ (EAT/T)}$	Pořadí vlivu	$\Delta x_{ai} \text{ (ROE)}$
$a_1 = \text{EAT/EBT}$	0,1860	0,8734	0,6875	0,28 %	3	1,71 %
$a_2 = \text{EBT/EBIT}$	0,3456	1,0741	0,7285	0,76 %	2	4,58 %
$a_3 = \text{EBIT/T}$	0,0119	-0,0445	-0,0564	-5,29 %	1	-31,96 %

Na poklesu rentability tržeb se dle metody postupných změn v období 2008 – 2009 nejvýznamněji podílel pokles provozní rentability tržeb. Tento jev lze vysvětlit markantním poklesem EBITu vysvětlovaným v předchozích podkapitolách. Daňová a úroková redukce působily na rentabilitu tržeb pozitivně, jejich vliv však byl velmi slabý.

### Ukazatele aktivity

K výpočtu zvolených ukazatelů aktivity byl užit vzorec 2.10. Výsledné hodnoty ukazatelů uvádí následující tabulka.

Tab. 3.13 – Ukazatele aktivity ve dnech

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Doba obratu A</b>	496,67	300,76	287,20	311,08	250,95	272,43
<b>Doba obratu zásob</b>	38,35	17,14	22,49	13,86	24,90	24,27
<b>Doba obratu pohledávek</b>	299,16	203,03	160,37	199,08	148,34	147,68
<b>Doba obratu závazků</b>	365,54	172,71	155,25	147,25	158,99	150,03

Doba obratu aktiv je ve všech letech delší než obchodní rok. Tyto hodnoty jsou poměrně vysoké a společnost by se měla snažit tuto hodnotu markantně snížit.

Doba obratu zásob se pohybuje vyjma roku 2004 pod 1 měsícem, což je pro společnost optimální.

Co se týče pravidla solventnosti, které říká, že doba obratu pohledávek by měla být kratší než doba obratu závazků, pak toto je splněno pouze v roce 2004, 2008 a 2009. Na tomto výsledku se podílela zejména doba obratu krátkodobých závazků a pohledávek, neboť u dlouhodobých je pravidlo solventnosti dodrženo. Ačkoli pravidlo nebylo dodrženo, tak většina pohledávek a závazků se pohybovala v rámci dohodnutých splatností a v platbách nevznikaly žádné významné výpadky.

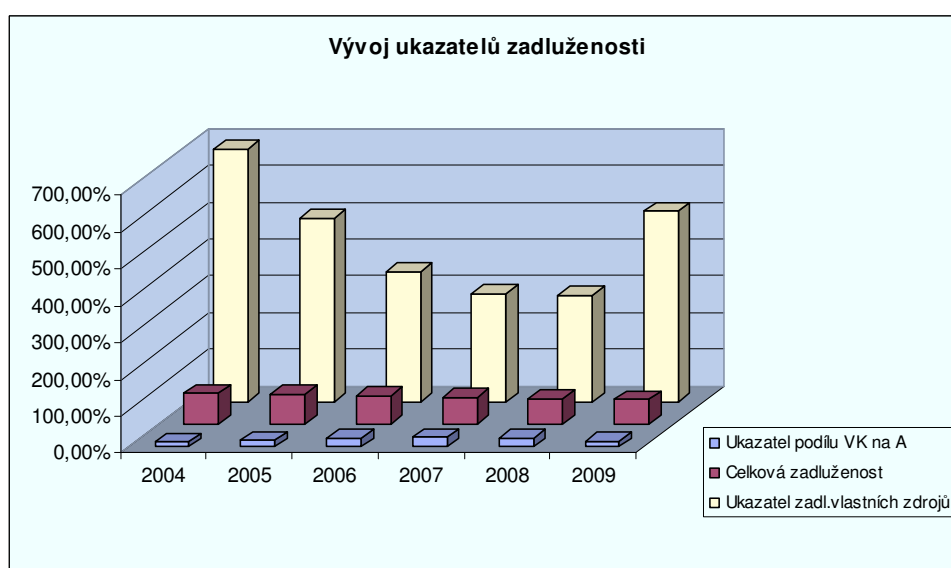
### Ukazatele zadluženosti

Pro výpočet ukazatelů zadluženosti podniku budou užity vzorce 2.11 – 2.15. Výsledné hodnoty uvádí tab. 3.14. Hodnoty byly dále vyneseny i do grafu.

Tab. 3.14 – Ukazatele zadluženosti podniku v letech 2004 – 2009 v %

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Ukazatel podílu VK na A</b>	12,32 %	16,71 %	21,95 %	25,42 %	23,76 %	12,97 %
<b>Celková zadluženost</b>	84,32 %	83,10 %	77,68 %	74,47 %	68,80 %	67,11 %
<b>Ukazatel zadl. Vl. zdrojů</b>	684,59 %	497,39 %	353,89 %	292,99 %	289,52 %	517,27 %
<b>Ukazatel úrokového krytí</b>	197 134,78 %		56 655,88 %	6 535,30 %	152,81 %	-1 350,17 %
<b>Ukazatel úrok. zatížení</b>	0,05 %	0,00 %	0,18 %	1,53 %	65,44 %	7,41 %

Graf 3.4 Vývoj ukazatelů zadluženosti v letech 2004 - 2009



Jak můžeme pozorovat v grafu, nejzajímavější je vývoj ukazatele zadluženosti VK, který do roku 2008 prudce klesá. V roce 2009 pak dochází k markantnímu nárůstu. Obecně jsou vysoké hodnoty tohoto ukazatele samy o sobě dost negativním jevem. Hodnotu ukazatele vlastní zadluženosti větší než 100 % si mohou dovolit pouze podniky se stabilními a bezpečnými příjmy. Tento podnik sice do období krize dosahuje stabilních příjmů, nicméně hodnota ukazatele je několikanásobně vyšší než doporučená. Podnik by se měl snažit o klesající tendenci tohoto ukazatele.

Co se týče změn ukazatelů ukazatele podílu VK na A a ukazatele celkové zadluženosti, pak tyto jsou téměř zanedbatelné. Zatímco ukazatel podílu VK na A v čase mírně roste do roku 2007 a následně mírně klesá, ukazatel celkové zadluženosti vykazuje mírný pokles a klesá tedy i riziko pro věřitele.

Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku. V tomto případě můžeme pozorovat, že podnik je na tom do roku 2008 více než dobře, i když

hodnota tohoto ukazatele v čase klesá. V roce 2005 jsou úroky nulové, proto nemá význam ukazatel počítat. V roce 2009 dochází k zásadnímu obratu a ukazatel jde do záporných hodnot, kdy je jasné, že ze ztrátového *VH* nelze úroky pokrýt.

Ukazatel úrokového zatížení udává, jakou část z provozního zisku představují úroky. Od roku 2004 – 2007 jsou úroky vzhledem k EBITu zanedbatelné. Obrat nastává v roce 2008, kdy ukazatel úrokového zatížení roste na hodnotu 65,44 %, což je pro firmu alarmující. Důvodem tohoto výsledku je stejně jako u většiny ukazatelů dopad finanční krize na provozní výsledek hospodaření. V roce 2009 pak ukazatel udává, jakou část ztráty tvoří nákladové úroky.

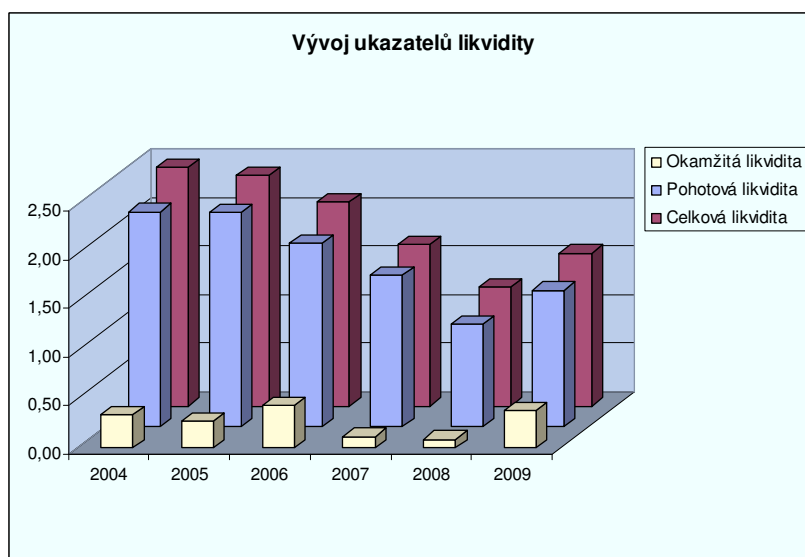
### Ukazatele likvidity

Pro výpočet ukazatelů likvidity poslouží vzorce 2.16 – 2.18. Likviditu v jednotlivých letech uvádí tab. 3.15. Pro lepší ilustraci jsou hodnoty přeneseny i do grafu.

**Tab. 3.15 – Ukazatele likvidity v letech 2004 - 2009**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Celková likvidita</b>	2,46	2,38	2,10	1,67	1,23	1,57
<b>Pohotová likvidita</b>	2,22	2,21	1,90	1,57	1,06	1,41
<b>Okamžitá likvidita</b>	0,35	0,27	0,44	0,12	0,09	0,39

**Graf 3.5 – Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2004 - 2009**



Z grafu můžeme vypořizovat, že celková likvidita a pohotová likvidita mají přibližně stejný trend vývoje – klesající do roku 2008 s nárůstem v roce 2009.

Doporučené normy celkové likvidity jsou 1,5 - 2,5. V tomto rozmezí se pohybuje celková likvidita firmy ve všech letech, vyjma roku 2008, kdy se hodnota ocitá pod touto hranicí. Pokles celkové likvidity v roce 2008 je důsledkem narůstajících krátkodobých závazků, zvláště závazků k dodavatelům.

Norma pro pohotovou likviditu se pohybuje v rozmezí 1 – 1,5. V letech 2004 – 2007 se pohotová likvidita společnosti pohybuje nad hranicí normy. Tento nadbytek likvidních prostředků by mohl být využit ke zhodnocení vhodnou investicí či uložením peněz na termínovaném účtu.

Vývoj okamžité likvidity je nesourodý. Norma se pohybuje v rozmezí 0,3 – 0,9. Této doporučené hodnoty firma dosahuje pouze v letech 2004, 2006 a 2009. Dle poslední finanční analýzy stavebnictví prováděné ministerstvem průmyslu je průměrná okamžitá likvidita ve stavebnictví 0,25, tzn., že v rámci odvětví by firma vyhověla i v roce 2005. V ostatních letech jsou hodnoty pod touto hranicí a firma by se měla snažit snižovat krátkodobé závazky k dodavatelům a zvyšovat množství držených PP, aby zajistila požadovanou likviditu.

### 3.3.5 Kralickův Quick test

Pro celkové zhodnocení finanční úrovně podniku byl vybrán jeden ze souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně, a to Kralickův Quick Test. K výpočtu byly užity některé z dříve propočtených hodnot, ostatní ukazatele byly následně dopočteny dle vztahů uvedených v tab. 3.16. Ohodnocení finanční úrovně podniku bylo provedeno dle tab. 2.1.

Tab. 3.16 – Propočet ukazatelů Kralickova Quick Testu v letech 2004 – 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>VK/CK (%)</b>	14,61 %	20,10 %	28,26 %	34,13 %	34,54 %	19,33 %
<b>CF/T (%)</b>	11,93 %	0,90 %	7,12 %	-6,91 %	0,75 %	12,39 %
<b>ROA (%)</b>	7,57 %	7,60 %	7,96 %	8,19 %	0,11 %	-5,52 %
<b>Splácení dluhů (dny)</b>	365,54	172,71	155,25	147,25	158,99	150,03



**Tab. 3.17 – Ohodnocení úrovně finančního zdraví podniku v letech 2004 - 2009**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>VK/CK</b>	3	2	1	1	1	3
<b>CF/T</b>	1	4	3	5	4	1
<b>ROA</b>	4	4	4	3	4	5
<b>Splácení dluhů</b>	1	1	1	1	1	1
<b>Průměr</b>	2,25	2,75	2,25	2,50	2,50	2,50

Celkové zhodnocení finanční úrovně podniku pomocí Kralickova Quick testu udává, že podnik se nachází na hranici dobrého a středního zdraví. Negativně se na tomto výsledku podílí hlavně ukazatel rentability aktiv, který je na velmi nízké úrovni ve všech analyzovaných letech. Podnik by se měl snažit hodnotu ukazatele ROA zvýšit, což by ho dostalo na úroveň dobrého stavu.

### 3.4 Finanční plán

Při sestavování finančního plánu pro účely ocenění není nutno sestavovat celý finanční plán. Důležité je sestavit plán položek potřebných pro ocenění podniku dle jednotlivých metod a zásadou je také dodržení logických vazeb mezi jednotlivými výkazy.

Jelikož se jedná o ocenění tržní, není vhodné přebírat plány managementu, nicméně oceňovatel by měl vycházet z podkladů oceňovaného podniku a podnikatelských plánů. Za samotné ocenění však zodpovídá sám.

Hodnoty stěžejních položek finančního plánu dle jednotlivých variant uvádí příloha č. 11, 12 a 13.

### 3.5 Ocenění podniku

V diplomové práci jsou pro ocenění zvoleny dvě metody – metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizace zisků. Více k výběru metod viz podkapitola 2.3.5.

Pro ocenění podniku jsou užity tři varianty. První varianta je založena na základě posouzení atraktivity trhu a relativní orientace potenciálu. Druhá varianta vychází z prognózy růstu trhu a tržního podílu a třetí z průměrného tempa růstu tržeb.

### 3.5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Pro výpočet hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků je nutno znát hodnotu volných peněžních toků a diskontní míry.

Jelikož je ocenění prováděno pro vlastníky podniku, výpočet hodnoty volných peněžních toků vychází ze vzorce 2.21. Výsledné hodnoty volných peněžních toků pro jednotlivé varianty uvádí příloha č. 14.

Pro výpočet diskontní míry byl zvolen vzorec 2.31. Před samotným výpočtem nákladů vlastního kapitálu je však nutné stanovit průměrné náklady na kapitál dle vzorce 2.25. Ty vychází ze stavebnicového modelu, který operuje s rizikovými přírážkami. Míra jednotlivých přírážek byla, vyjma bezrizikové sazby, určena na základě vzorců 2.27, 2.29 a 2.30. Bezriziková úroková míra vychází z údajů ministerstva průmyslu a obchodu. Výši jednotlivých přírážek, průměrných nákladů na kapitál i konečných nákladů na vlastní kapitál dle jednotlivých variant uvádí přílohy č. 15, 16 a 17.

Nyní je už možné přistoupit k samotnému ocenění podniku. Výpočet je proveden dvoufázovou metodou, vzorec 2.38. První fázi představuje období 2010 – 2013, od roku 2014 je uvažováno s fází druhou. Předpokládá se nekonečné trvání firmy. Hodnoty jednotlivých fází a celkovou hodnotu podniku uvádí následující tabulka.

**Tab. 3.18 – Hodnota podniku na základě diskontovaných peněžních toků v tis. Kč**

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
<b>V1</b>	-17 629	-14 085	-233 716
<b>PH</b>	69 560	43 974	997 815
<b>V2</b>	32 842	20 789	483 222
<b>V</b>	<b>15 213</b>	<b>6 704</b>	<b>249 506</b>

Hodnota vlastního kapitálu firmy je dle první varianty 15,213 mil. Kč, dle varianty druhé 6,704 mil. Kč a dle třetí 249,506 mil. Kč.

### 3.5.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Výpočet hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných zisků bude proveden jak pomocí metody analytické, tak i pomocí metody paušální.

## Paušální metoda

Paušální metoda je založena na analýze minulých výsledků hospodaření a budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. V první řadě je nutné vypočíst upravený výsledek hospodaření a tento za pomoci vah přepočíst na trvale udržitelný zisk. Při výpočtu za pomoci vah jsou nejvyšší váhy přiřazovány nejaktuálnějším VH, přičemž je nutno vyloučit z výpočtu extrémní hodnoty. V případě Alpine Bau CZ je nutno vyloučit UVH posledních dvou let, neboť v jejich výsledcích se odrazila celosvětová finanční krize (viz finanční analýza). Celý propočet uvádí příloha č. 18.

V druhé fázi je pak nutné zjistit diskontní míru k datu ocenění. Výpočet je stejný jako u metody DCF, vzorec 2.31. Náklady vlastního kapitálu k datu ocenění činí 19,27 %.

Vzhledem k tomu, že jsou již známy všechny potřebné hodnoty, je možné přistoupit k výpočtu hodnoty podniku dle vzorce 2.40.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody činí 18,949 mil. Kč.

## Analytická metoda

Pro výpočet hodnoty podniku touto metodou je nutno znát upravený výsledek hospodaření a diskontní míru. Jelikož je zde, stejně jako u DCF, pracováno s náklady vlastního kapitálu, lze použít i stejnou diskontní míru, příloha č. 15, 16 a 17. Upravený výsledek hospodaření pro jednotlivé varianty uvádí příloha č. 19. Výpočet hodnoty podniku je proveden pomocí dvoufázové metody, vzorec 2.41. Výslednou hodnotu uvádí následující tabulka.

**Tab. 3.19 – Hodnota podniku dle analytické metody kapitalizovaných zisků v tis. Kč**

	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
V1	19 088	18 434	31 189
V2	17 815	16 347	51 414
V	<b>36 904</b>	<b>34 781</b>	<b>82 603</b>

Hodnota vlastního kapitálu firmy je dle první varianty 36,904 mil. Kč, dle druhé 34,781 mil. Kč a dle třetí 82,603 mil. Kč.

## 4. ZHODNOCENÍ DOSAŽENÝCH VÝLEDKŮ

Ocenění společnosti Alpine Bau CZ bylo provedeno pomocí dvoufázové metody DCF – Equity a pomocí metody kapitalizovaných zisků v paušální i analytické verzi.

U metod DCF a analytické metody kapitalizovaných zisků byly navíc užity i 3 různé scénáře.

Výslednou hodnotu firmy dle jednotlivých metod a scénářů uvádí následující tabulka, do které byla pro srovnání vložena také výše základního kapitálu společnosti.

Tab. 4.1 – Výsledná hodnota Alpine Bau CZ (v tis. Kč)

Metoda	Výsledná hodnota v tis. Kč		
	Varianta 1	Varianta 2	Varianta 3
Metoda DCF	15 213	6 704	249 506
Analytická metoda kap. zisků	36 904	34 781	82 603
Paušální metoda kap. zisků	18 949		
VK	248 374		

Jak lze vidět z tabulky, výsledná hodnota společnosti dle užitých metod a scénářů se velmi lišila.

Hodnota Alpine Bau CZ, by se měla dle metody DCF pohybovat v rozmezí 6 704 – 249 506 tis. Kč. Toto rozpětí je velmi široké. V případě, kdy by nebyl umocněn potenciál podniku, byl by brán v úvahu pouze mírně zvyšující se tržní podíl společnosti a za předpokladu pokračující situace na trhu dopravní infrastruktury, kdy stát nevynakládá dostatek prostředků na výstavbu nových silnic a na stávajících komunikacích pouze opravuje výtluky namísto kompletního vyfrézování a položení nového asfaltu, by hodnota podniku byla vyčíslena na 6 704 tis. Kč. Pokud by byla brána v úvahu atraktivita trhu a celkový potenciál firmy hodnota by činila 15 213 tis. Kč. Na této nízké hodnotě se podílí zejména slabé stránky podniku a ohrožení. Tyto negativní charakteristiky jsou dány i omezeními plynoucími z toho, že podnik je pouze dceřinou společností velkého koncernu, kterému je podřízen. Hodnota podniku je založena na základě umocnění negativních rysů potenciálu, což není příliš pravděpodobné. Nejpravděpodobnější ze scénářů je třetí varianta, kdy je počítáno, že tržby porostou stejným tempem jako doposud, což předpokládá i management firmy. Třetí varianta hodnotu společnosti vyčísluje na 249 506 tis. Kč, což téměř odpovídá i skutečné hodnotě VK, který je ve výši 248 374 tis. Kč.

Dle analytické metody kapitalizovaných zisků by měla hodnota společnosti činit 34 781 – 82 603 Kč. Zdůvodnění výše hodnot dle jednotlivých scénářů vychází ze stejné teze jako hodnocení dle metody DCF. Ve srovnání s metodou DCF je však hodnota značně nižší. Rozdíl je dán výpočtem hodnoty podniku, kdy DCF počítá s volnými peněžními toky zatímco analytická metoda počítá pouze s upravenými zisky. Metodu kapitalizovaných zisků je vhodné použít v případě, že není možné dlouhodobě plánovat peněžní toky. V případě ocenění Alpine Bau CZ se však jako mnohem vhodnější a reálnější jeví ocenění metodou DCF.

Paušální metoda kapitalizovaných zisků stanovuje výši hodnoty Alpine Bau CZ na částku 18 949 tis. Kč. Jelikož paušální metoda je značně zkreslena pouze výsledky z minulosti nelze tuto hodnotu brát jako relevantní.

## 5. ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo tržní ocenění společnosti ALPINE Bau CZ, s.r.o. dvoufázovou výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků a metodou kapitalizovaných zisků v paušální i analytické verzi. Ocenění bylo provedeno pro vlastníky společnosti, a to k datu 29. 10. 2010. Důvodem pro ocenění byla skutečnost, že jediný vlastník, společnost ALPINE Bau GmbH, chtěl zjistit jakou hodnotu má jeho dceřiná společnost Alpine Bau CZ.

Práce byla rozdělena do několika kapitol. Po klasické úvodní části byl v části druhé proveden výklad metodologie oceňování podniku. Třetí část byla věnována samotnému procesu oceňování od představení společnosti, přes strategickou a finanční analýzu až po sestavení finančního plánu a samotné ocenění společnosti. Finanční plán byl sestaven na základě tří možných scénářů vývoje společnosti. V části čtvrté pak byla provedena sumarizace dosažených výsledků.

V rámci ocenění společnosti různými metodami bylo dospěno k závěru, že pro zvolenou společnost, hodnotě firmy odpovídá nejlépe ocenění pomocí metody diskontovaných peněžních toků za použití scénáře vycházejícího z průměrných temp růstu tržeb. Navzdory tomu, že scénáře byly sestavovány výhradně na základě subjektivních odhadů oceňovatele, výsledný scénář odpovídal očekáváním samotného managementu firmy.

Hodnota společnosti byla metodou DCF – Equity stanovena na 249 506 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu společnosti činí 248 374 tis. Kč. Lze tedy konstatovat, že tržní hodnota vlastního kapitálu je jen nepatrně vyšší než hodnota účetní.

# SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

## Knižní publikace

- [1] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. 1. české vydání. Praha: Victoria publishing, 1994. 359 s. ISBN 80-85605-41-4
- [2] DAMODARAN, A. *Study guide for Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*. New York: John Wiley & Sons, 1994. 417 s. ISBN 0-471-0750-8.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1
- [5] MAŘÍK, Miloš. *Oceňování podniků*. 1.vydání. Praha: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 80-901991-1-9
- [6] MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2
- [7] MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vydání. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3

## Internetové zdroje

- [8] Alpine CZ [online], URL:<<http://www.alpine.cz>> [cit. 2010-20-09]
- [9] Český statistický úřad [online], URL:<<http://www.czso.cz>> [cit. 2010-20-09]
- [10] Ministerstvo dopravy [online], URL: <<http://www.mdcz.cz>> [cit. 2011-02-02]
- [11] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online], URL: <<http://www.mpo.cz>> [cit. 2010-20-09]
- [12] Obchodní rejstřík a sbírka listin [online], URL:< <http://www.justice.cz>> [cit. 2010-01-07]
- [13] Obchodní zákoník [online], URL: <<http://business.center.cz/business/pravo>> [cit. 2010-08-07]
- [14] Ředitelství silnic a dálnic [online], URL:<<http://www.rsd.cz>> [cit. 2011-29-01]
- [15] Svaz podnikatelů ve stavebnictví [online], URL:<<http://www.sps.cz>> [cit. 2010-20-02]

## SEZNAM ZKRATEK

A	celková aktiva
C	celkový investovaný kapitál
CK	cizí kapitál
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	diskontované cash flow
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DHNM	dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek
DIV	dividenda
Dlh.	dlouhodobý
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před daní a úroky
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFD	volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFE <sub>L</sub>	volný peněžní tok pro vlastníky zadlužené firmy
FCFE <sub>U</sub>	volný peněžní tok pro vlastníky nezadlužené firmy
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
FCFF <sub>L</sub>	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele zadlužené firmy
FCFF <sub>U</sub>	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele nezadlužené firmy
g	konstantní růst
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková sazba
IČ	identifikační číslo
INFA	stavebnicový model Inky a Ivana Neumayerových
INV	investice
Kč	Koruna česká



KZ	krátkodobé závazky
mil.	milion
mld.	miliarda
O	obligace
OA	oběžná aktiva
P	pasiva
Pohl.	pohledávky
PP	peněžní prostředky
$R_A$	náklad na celkový kapitál
$R_D$	náklad na úročený cizí kapitál
$R_E$	náklad na vlastní kapitál
$R_F$	bezriziková sazba
$R_{Fin.stab.}$	riziková přírážka jako riziko vyplývající z finanční stability
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
S	saldo úvěru
SA	stálá aktiva
t	sazba daně
T	tržby
tis.	tisíc
TOZ	trvale odnímatelný zisk
Ú	úroky
UVH	upravený výsledek hospodaření
UZ	úplatné cizí zdroje
V	hodnota firmy (fáze ocenění)
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VZaZ	výkaz zisku a ztráty
wi	váha

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 21. 4. 2011

Šárka Maturkaničová

Šárka Maturkaničová

Adresa trvalého pobytu studenta:

Stará čtvrť 192/20

725 28 Lhotka u Ostravy

## SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha č. 1 Rozvaha společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009 (v tis. Kč)
- Příloha č. 2 VZaZ společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009 (v tis.Kč)
- Příloha č. 3 Výkaz cash flow společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009 (v tis.Kč)
- Příloha č. 4 Celkové investiční výdaje do dopravní infrastruktury vč. oprav a údržby
- Příloha č. 5 Stanovení vah pomocí Saatyho metody
- Příloha č. 6 Ohodnocení potenciálu
- Příloha č. 7 Vertikální analýza rozvahy společnosti Alpine CZ v období 2004 - 2009
- Příloha č. 8 Vertikální analýza VZaZ společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009
- Příloha č. 9 Horizontální analýza rozvahy společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009
- Příloha č. 10 Horizontální analýza VZaZ společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009
- Příloha č. 11 Vybrané položky finančního plánu v tis. Kč dle varianty 1
- Příloha č. 12 Vybrané položky finančního plánu v tis. Kč dle varianty 2
- Příloha č. 13 Vybrané položky finančního plánu v tis. Kč dle varianty 3
- Příloha č. 14 Volné peněžní toky pro vlastníky v tis. Kč
- Příloha č. 15 Rizikové přírážky, průměrné náklady na kapitál a náklady vlastního kapitálu dle varianty 1
- Příloha č. 16 Rizikové přírážky, průměrné náklady na kapitál a náklady vlastního kapitálu dle varianty 2
- Příloha č. 17 Rizikové přírážky, průměrné náklady na kapitál a náklady vlastního kapitálu dle varianty 3
- Příloha č. 18 Výpočet trvale udržitelného zisku
- Příloha č. 19 Upravený VH v tis. Kč

**Příloha č. 1 – Rozvaha společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009 (v tis. Kč)**

K datu		31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
<b>AKTIVA CELKEM</b>		628864	598311	808388	966143	1230999	1489589	1914532
A.	Pohledávky za upsaný VK	62000	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	117624	99987	135143	187725	324401	375762	299764
I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	878	517	158	151	234	147	350
II.	Dlouhodobý hmotný majetek	93047	75771	94448	150267	290156	348370	275679
III.	Dlouhodobý finanční majetek	23699	23699	40537	37307	34011	27245	23735
C.	Oběžná aktiva	447447	473078	667049	776579	905619	1107376	1600838
I.	Zásoby	50337	46195	46078	75650	54843	147826	170533
II.	Dlouhodobé pohledávky	25556	18394	21348	21272	31489	69511	82049
III.	Krátkodobé pohledávky	356783	341985	524363	518229	756321	810966	955770
IV.	Krátkodobý finanční majetek	14771	66504	75260	161428	62966	79073	392486
D.	Časové rozlišení	1793	25246	6196	1839	979	6451	13930
<b>PASIVA CELKEM</b>		628864	598311	808388	966143	1230999	1489589	1914532
A.	Vlastní kapitál	28284	73689	135053	212073	312909	353970	248374
I.	Základní kapitál	404972	404973	404973	135000	135000	135000	135000
II.	Kapitálové fondy	358526	358526	358526	358526	358526	358526	358526
III.	Rezervní fondy, neděl.fond a ostatní fonfy tvořené ze zisku	8607	8693	10871	14048	14048	14048	14048
IV.	Výsledek hospodaření MO	-689885	-743821	-700769	-372417	-295502	-155243	-153604
V.	Výsledek hospodaření BÚO	-53936	45318	61452	76916	100837	1639	-105596
B.	Cizí zdroje	591932	504468	671744	750501	916782	1024803	1284772
I.	Rezervy	42261	64125	207532	228172	216879	81072	230420
II.	Dlouhodobé závazky	321078	247859	183557	152964	157474	40609	37740
III.	Krátkodobé závazky	226876	192484	280655	369303	425244	903122	1016612
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	1717	0	0	62	117185	0	0
C.	Časové rozlišení	8648	20154	1591	3569	1308	110816	381386

**Příloha č. 2 – VZaZ společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009 (v tis.Kč)**

K datu		31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
I.	Tržby za prodej zboží	291	234	327	500	512	547
A	Ná vynaložené na prodané zboží	262	213	306	474	489	523
	Obchodní marže	29	21	21	26	23	24
II.	Výkony	433380	912075	1156591	1347209	2082782	2477519
B	Výkonová spotřeba	288015	622089	933445	1088169	1930392	2155173
	Přidaná hodnota	145394	290007	223167	259066	152413	322370
C	Osobní náklady	102052	101511	138826	176886	221671	258673
D	Daně a poplatky	2989	2594	2106	3058	4011	4098
E	Odpisy DNHM	13881	16562	29150	47357	72467	80048
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	0	55312	54135	76894	53564	51894
F	ZC prodaného DM a materiálu	42461	30683	38852	20085	25673	31170
G	Δ stavu rezerv a op.pol. v prov.o.	7683	145379	20675	-2108	-160918	151065
IV.	Ostatní provozní výnosy	0	16341	38288	28095	71102	59974
H	Ostatní provozní náklady	13830	13212	14467	18183	57261	27248
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
I	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
	Provozní výsledek hospodaření	34151	54991	71514	100594	56914	-118064
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	1	0	0	0	0	0
J	Prodané CP a podíly	1	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlh.fin.majetku	0	0	0	0	0	3500
VIII.	Výnosy z krtk.fin.majetku	0	0	0	0	0	0
L	Náklady z fin.majetku	0	225	0	0	0	0
IX.	Výnos z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	0
M	Δ stavu rezerv a op.pol. ve fin.o.	-100	-225	0	191	-4000	0
X.	Výnosové úroky	398	1188	1500	984	462	288
N	Nákladové úroky	23	0	136	1595	16690	8337
XI.	Ostatní finanční výnosy	12453	8383	7878	8340	7526	33128
O	Ostatní finanční náklady	1761	3110	3840	5489	43398	31416
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
P	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
	Finanční výsledek hospodaření	11167	6461	5402	2049	-48100	-2837
Q	Daň z příjmu za běžnou činnost	0	0	0	1806	7175	-15305
	VH za běžnou činnost	45318	61452	76916	100837	1639	-105596
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
R	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
S	Daň z příjmu z mimoř.činnosti	0	0	0	0	0	0
	Mimořádný VH	0	0	0	0	0	0
T	Převod podílu na HV společníků	0	0	0	0	0	0
	VH za účetní období	45318	61452	76916	100837	1639	-105596
	VH před zdaněním	45318	61452	76916	102643	8814	-120901

**Příloha č. 3 – Výkaz cash flow společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009 (v tis.Kč)**

K datu		31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
P.	PSPP a PE	14771	66504	75260	161428	62966	79073
	PT z provozních činností						
Z.	VH za BČ před zdaněním	45318	61452	76916	102643	8814	-120901
A.1	Úprava o nepeněžní operace	9570	-65818	-65818	-65818	-65818	229743
A.1.1	Odpisy stálých aktiv	13881	16562	29150	47357	72467	80048
A.1.2	Změna stavu opr.položek a rezerv	7583	145379	20675	-2108	-160918	151065
A.1.3	Zisk z prodeje stálých aktiv	-11519	-21491	-16386	-389	-2624	-10434
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	-375	-1188	-1364	611	16228	8049
A.1.6	Opravy o ostatní nepeněžní operace	0	3129	23821	9912	9029	4515
A*	Čistý prov. PT před změnami prac.kapitálu	54888	-4366	11098	36825	-57004	108842
A.2	Změna stavu prac.kapitálu	54681	232819	109707	270105	562527	203562
A.2.1	Změna stavu pohl. A čas.rozlišení aktiv	61963	163328	-10491	237232	-57499	-159362
A.2.2	Změna stavu závazků a čas.rozlišení pasiv	-25915	69608	90626	53680	702291	386678
a.2.3	Změna stavu zásob	18633	-117	29572	-20807	-82265	-23753
A.**	Čistý prov.PT před zdaň. a mimoř.položkami	109569	228453	120805	306930	505523	312404
A.3	Vyplacené úroky	23	0	136	1595	-5924	-10955
A.4	Přijaté úroky	398	1188	1500	984	462	288
A.5	Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	-6	-5	-6878	-5692	-3029	-2286
A.***	Čistý PT z provozní činnosti	109950	229636	115563	303817	497032	302952
	PT z investičních činností						
B.1	Výdaje a příjmy spojené s nabytím stál. aktiv	15496	-197011	28660	-341828	-121204	9894
B.***	Čistý PT z investiční činnosti	15496	-197011	28660	-341828	-121204	9894
	PT z finančních činností						
C.1	Změna stavu závazků z financování	-73713	-23869	-58055	-60451	-359721	-2869
C.***	Čistý PT z finanční činnosti	-73713	-23869	-58055	-60451	-359721	-2869
F.	Čistá změna PP a PE	51733	8756	86168	-98462	16107	313413
R.	Konečný stav PP a PE	66504	75260	161428	62966	79073	392486

#### Příloha č. 4 – Celkové investiční výdaje do dopravní infrastruktury vč. oprav a údržby

Celkové investiční výdaje do dopravní infrastruktury (běžné ceny) (mil. Kč)

Druh infrastruktury	2005	2006	2007	2008	2009
Železniční	14 428,1	13 177,5	17 002,5	22 954,0	19 593,1
Silniční	42 137,0	42 267,5	41 460,6	50 962,0	52 524,0
Vnitrozemské vodní cesty	303,0	526,7	389,7	538,4	1 557,1
Letecká	7 045,4	2 013,8	2 137,0	8 108,3	2 440,9
Potrubní	164,3	709,7	801,1	433,4	210,2
<b>Celkem</b>	<b>64 077,7</b>	<b>58 695,2</b>	<b>61 790,9</b>	<b>82 996,1</b>	<b>76 325,3</b>

Celkové výdaje na opravy a údržbu dopravní infrastruktury (běžné ceny) (mil. Kč)

Druh infrastruktury	2005	2006	2007	2008	2009
Železniční	7 023,6	7 254,8	7 016,8	8 816,4	9 845,0
Silniční	10 435,7	15 423,2	16 369,5	15 257,2	15 300,4
Vnitrozemské vodní cesty	66,0	29,0	79,4	47,6	47,4
Letecká	431,2	231,5	362,1	308,1	331,6
Potrubní	40,1	39,9	42,5	40,6	50,7
<b>Celkem</b>	<b>17 996,7</b>	<b>22 978,4</b>	<b>23 870,3</b>	<b>24 469,9</b>	<b>25 575,1</b>

#### Příloha č. 5 – Stanovení vah pomocí Saatyho metody

	VT	RT	IK	SZ	PR	BV	CK	váhy
VT	1,00	0,33	1,00	5,00	0,33	3,00	5,00	<b>0,1416</b>
RT	3,00	1,00	1,00	7,00	3,00	5,00	7,00	<b>0,3141</b>
IK	1,00	1,00	1,00	5,00	3,00	5,00	5,00	<b>0,2438</b>
SZ	0,20	0,14	0,20	1,00	0,20	0,20	3,00	<b>0,0369</b>
PR	3,00	0,33	0,33	5,00	1,00	1,00	7,00	<b>0,1485</b>
BV	0,33	0,20	0,20	5,00	1,00	1,00	5,00	<b>0,0894</b>
CK	0,20	0,14	0,20	0,33	0,14	0,20	1,00	<b>0,0257</b>

VT - velikost trhu

RT - růst trhu

IK - intenzita konkurence

SZ - struktura zákazníků

PR - průměrná rentabilita

BV - bariéry vstupu do odvětví

CK - citlivost na konjunkturu

## Příloha č. 6 – Ohodnocení potenciálu

Bodové ohodnocení potenciálu	Příležitosti	Rozšíření rozsahu činnosti	Obnova technologií	Odchod konkurenta z trhu	Inovace v prac. postupech	Ohrožení	Vstup nového konkurenta na trh	Zvýšení sazby DPH	Omezení SR a dotací	Růst inflace
<b>Silné stránky</b>										
Flexibilita		3+3	3+3	3+4	3+5		3-3	3-2	3-5	3-1
Postavení na trhu		4+3	4+3	4+4	4+5		4-3	4-2	4-5	4-1
Přehled o konkurenci		2+3	2+3	2+4	2+5		2-3	2-2	2-5	2-1
Špičkový personál		3+3	3+3	3+4	3+5		3-3	3-2	3-5	3-1
<b>Slabé stránky</b>										
Malá agresivní prosazení se		-3+3	-3+3	-3+4	-3+5		-3-3	-3-2	-3-5	-3-1
Úzký rozsah činností		-3+3	-3+3	-3+4	-3+5		-3-3	-3-2	-3-5	-3-1
Zastaralé technologie		-4+3	-4+3	-4+4	-4+5		-4-3	-4-2	-4-5	-4-1
Nedostatečná investiční činnost		-4+3	-4+3	-4+4	-4+5		-4-3	-4-2	-4-5	-4-1
<b>Celkem</b>		22	22	30	38		-26	-18	-42	-10

### Orientace sil (vektorového silového pole)

$$VSP = 22+22+30+38-26-18-42-10 = 16$$

### Globální váha silového pole (tzn.celkový potenciál firmy)

$$GVSP = 22+22+30+38+26+18+42+10 = 208$$

### Rysy potenciálu a relativní orientace silového pole

$$ROSP = (VSP/GVSP)*100$$

$$ROSP = (16/208)*100$$

$$ROSP = 7,69 \%$$



# **Příloha č. 7 – Vertikální analýza rozvahy společnosti Alpine CZ v období 2004 - 2009**

K datu		31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
<b>AKTIVA CELKEM</b>		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A.	Pohledávky za upsaný VK	9,86%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.	Dlouhodobý majetek	18,70%	16,71%	16,72%	19,43%	26,35%	25,23%	15,66%
I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,14%	0,09%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,02%
II.	Dlouhodobý hmotný majetek	14,80%	12,66%	11,68%	15,55%	23,57%	23,39%	14,40%
III.	Dlouhodobý finanční majetek	3,77%	3,96%	5,01%	3,86%	2,76%	1,83%	1,24%
C.	Oběžná aktiva	71,15%	79,07%	82,52%	80,38%	73,57%	74,34%	83,62%
I.	Zásoby	8,00%	7,72%	5,70%	7,83%	4,46%	9,92%	8,91%
II.	Dlouhodobé pohledávky	4,06%	3,07%	2,64%	2,20%	2,56%	4,67%	4,29%
III.	Krátkodobé pohledávky	56,73%	57,16%	64,87%	53,64%	61,44%	54,44%	49,92%
IV.	Krátkodobý finanční majetek	2,35%	11,12%	9,31%	16,71%	5,12%	5,31%	20,50%
D.	Časové rozlišení	0,29%	4,22%	0,77%	0,19%	0,08%	0,43%	0,73%
<b>PASIVA CELKEM</b>		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A.	Vlastní kapitál	4,50%	12,32%	16,71%	21,95%	25,42%	23,76%	12,97%
I.	Základní kapitál	64,40%	67,69%	50,10%	13,97%	10,97%	9,06%	7,05%
II.	Kapitálové fondy	57,01%	59,92%	44,35%	37,11%	29,12%	24,07%	18,73%
III.	Rezervní, neděl. a ost. Fondy	1,37%	1,45%	1,34%	1,45%	1,14%	0,94%	0,73%
IV.	Výsledek hospodaření MO	-109,70%	-124,32%	-86,69%	-38,55%	-24,01%	-10,42%	-8,02%
V.	Výsledek hospodaření BÚO	-8,58%	7,57%	7,60%	7,96%	8,19%	0,11%	-5,52%
B.	Cizí zdroje	94,13%	84,32%	83,10%	77,68%	74,47%	68,80%	67,11%
I.	Rezervy	6,72%	10,72%	25,67%	23,62%	17,62%	5,44%	12,04%
II.	Dlouhodobé závazky	51,06%	41,43%	22,71%	15,83%	12,79%	2,73%	1,97%
III.	Krátkodobé závazky	36,08%	32,17%	34,72%	38,22%	34,54%	60,63%	53,10%
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0,27%	0,00%	0,00%	0,01%	9,52%	0,00%	0,00%
C.	Časové rozlišení	1,38%	3,37%	0,20%	0,37%	0,11%	7,44%	19,92%

**Příloha č. 8 - Vertikální analýza VZaZ společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009**

K datu		31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
I.	Tržby za prodej zboží	0,85%	0,43%	0,46%	0,50%	0,90%	-0,46%
A	Ná vynaložené na prodané zboží	0,77%	0,39%	0,43%	0,47%	0,86%	-0,44%
	Obchodní marže	0,08%	0,04%	0,03%	0,03%	0,04%	-0,02%
II.	Výkony	1269,01%	1658,59%	1617,29%	1339,25%	3659,52%	-2098,45%
B	Výkonová spotřeba	843,36%	1131,26%	1305,26%	1081,74%	3391,77%	-1825,43%
	Přidaná hodnota	425,74%	527,37%	312,06%	257,54%	267,80%	-273,05%
C	Osobní náklady	298,83%	184,60%	194,12%	175,84%	389,48%	-219,10%
D	Daně a poplatky	8,75%	4,72%	2,94%	3,04%	7,05%	-3,47%
E	Odpisy DNHM	40,65%	30,12%	40,76%	47,08%	127,33%	-67,80%
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	0,00%	100,58%	75,70%	76,44%	94,11%	-43,95%
F	ZC prodaného DM a materiálu	124,33%	55,80%	54,33%	19,97%	45,11%	-26,40%
G	Δ stavu rezerv a op.pol. v prov.o.	22,50%	264,37%	28,91%	-2,10%	-282,74%	-127,95%
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,00%	29,72%	53,54%	27,93%	124,93%	-50,80%
H	Ostatní provozní náklady	40,50%	24,03%	20,23%	18,08%	100,61%	-23,08%
V.	Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
I	Převod provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Provozní výsledek hospodaření	75,36%	89,49%	92,98%	99,76%	3472,48%	111,81%
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
J	Prodané CP a podíly	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII.	Výnosy z dlh.fin.majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-123,37%
VIII.	Výnosy z krtk.fin.majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
L	Náklady z fin.majetku	0,00%	3,48%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IX.	Výnos z přecenění CP a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
M	Δ stavu rezerv a op.pol. ve fin.o.	-0,90%	-3,48%	0,00%	9,32%	8,32%	0,00%
X.	Výnosové úroky	3,56%	18,39%	27,77%	48,02%	-0,96%	-10,15%
N	Nákladové úroky	0,21%	0,00%	2,52%	77,84%	-34,70%	-293,87%
XI.	Ostatní finanční výnosy	111,52%	129,75%	145,83%	407,03%	-15,65%	-1167,71%
O	Ostatní finanční náklady	15,77%	48,13%	71,08%	267,89%	-90,22%	-1107,37%
XII.	Převod finančních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
P	Převod finančních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Finanční výsledek hospodaření	24,64%	10,51%	7,02%	2,03%	-2934,72%	2,69%
Q	Daň z příjmu za běžnou činnost	0,00%	0,00%	0,00%	88,14%	-14,92%	539,48%
	VH za běžnou činnost	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
XIII.	Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R	Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
S	Daň z příjmu z mimoř.činnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Mimořádný VH	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
T	Převod podílu na HV společníků	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	VH za účetní období	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	VH před zdaněním	100,00%	100,00%	100,00%	101,79%	537,77%	114,49%

**Příloha č. 9 – Horizontální analýza rozvahy společnosti Alpine CZ v období 2004 – 2009**

K datu		2003-2004	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
<b>AKTIVA CELKEM</b>		-4,86%	35,11%	19,51%	27,41%	21,01%	28,53%
A.	Pohledávky za upsaný VK	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.	Dlouhodobý majetek	-14,99%	35,16%	38,91%	72,81%	15,83%	-20,23%
I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-41,12%	-69,44%	-4,43%	54,97%	-37,18%	138,10%
II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-18,57%	24,65%	59,10%	93,09%	20,06%	-20,87%
III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	71,05%	-7,97%	-8,83%	-19,89%	-12,88%
C.	Oběžná aktiva	5,73%	41,00%	16,42%	16,62%	22,28%	44,56%
I.	Zásoby	-8,23%	-0,25%	64,18%	-27,50%	169,54%	15,36%
II.	Dlouhodobé pohledávky	-28,02%	16,06%	-0,36%	48,03%	120,75%	18,04%
III.	Krátkodobé pohledávky	-4,15%	53,33%	-1,17%	45,94%	7,23%	17,86%
IV.	Krátkodobý finanční majetek	350,23%	13,17%	114,49%	-60,99%	25,58%	396,36%
D.	Časové rozlišení	1308,03%	-75,46%	-70,32%	-46,76%	558,94%	115,94%
<b>PASIVA CELKEM</b>		-4,86%	35,11%	19,51%	27,41%	21,01%	28,53%
A.	Vlastní kapitál	160,53%	83,27%	57,03%	47,55%	13,12%	-29,83%
I.	Základní kapitál	0,00%	0,00%	-66,66%	0,00%	0,00%	0,00%
II.	Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.	Rezervní fondy, neděl.fond a ost.fondy ze zisku	1,00%	25,05%	29,22%	0,00%	0,00%	0,00%
IV.	Výsledek hospodaření MO	7,82%	-5,79%	-46,86%	-20,65%	-47,46%	-1,06%
V.	Výsledek hospodaření BÚO	184,02%	35,60%	25,16%	31,10%	-98,37%	-6542,71%
B.	Cizí zdroje	-14,78%	33,16%	11,72%	22,16%	11,78%	25,37%
I.	Rezervy	51,74%	223,64%	9,95%	-4,95%	-62,62%	184,22%
II.	Dlouhodobé závazky	-22,80%	-25,94%	-16,67%	2,95%	-74,21%	-7,06%
III.	Krátkodobé závazky	-15,16%	45,81%	31,59%	15,15%	112,38%	12,57%
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-100,00%	0,00%	∞	188908,06%	-100,00%	0,00%
C.	Časové rozlišení	133,05%	-92,11%	124,32%	-63,35%	8372,17%	244,16%

**Příloha č. 10 – Horizontální analýza VZaZ společnosti Alpine CZ v období 2004 - 2009**

K datu		2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
I.	Tržby za prodej zboží	-19,59%	39,74%	52,91%	2,40%	6,84%
A	Ná vynaložené na prodané zboží	-18,70%	43,66%	54,90%	3,16%	6,95%
	Obchodní marže	-27,59%	0,00%	23,81%	-11,54%	4,35%
II.	Výkony	110,46%	26,81%	16,48%	54,60%	18,95%
B	Výkonová spotřeba	115,99%	50,05%	16,58%	77,40%	11,64%
	Přidaná hodnota	99,46%	-23,05%	16,09%	-41,17%	111,51%
	C Osobní náklady	-0,53%	36,76%	27,42%	25,32%	16,69%
	D Daně a poplatky	-13,22%	-18,81%	45,20%	31,16%	2,17%
	E Odpisy DNHM	19,31%	76,01%	62,46%	53,02%	10,46%
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	∞	-2,13%	42,04%	-30,34%	-3,12%
	F ZC prodaného DM a materiálu	-27,74%	26,62%	-48,30%	27,82%	21,41%
	G Δ stavu rezerv a op.pol. v prov.o.	1792,22%	-85,78%	-110,20%	7533,68%	-193,88%
	Ostatní provozní výnosy	∞	134,31%	-26,62%	153,08%	-15,65%
	H Ostatní provozní náklady	-4,47%	9,50%	25,69%	214,92%	-52,41%
V.	Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	I Převod provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Provozní výsledek hospodaření	61,02%	30,05%	40,66%	-43,42%	-307,44%
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
J	Prodané CP a podíly	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII.	Výnosy z dlh.fin.majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VIII.	Výnosy z krtk.fin.majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	L Náklady z fin.majetku	∞	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IX.	Výnos z přecenění CP a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
M	Δ stavu rezerv a op.pol. ve fin.o.	125,00%	-100,00%	∞	-2194,24%	-100,00%
X.	Výnosové úroky	198,49%	26,26%	-34,40%	-53,05%	-37,66%
	N Nákladové úroky	-100,00%	∞	1072,79%	946,39%	-50,05%
XI.	Ostatní finanční výnosy	-32,68%	-6,02%	5,86%	-9,76%	340,18%
	O Ostatní finanční náklady	76,60%	23,47%	42,94%	690,64%	-27,61%
XII.	Převod finančních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	P Převod finančních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Finanční výsledek hospodaření	-42,14%	-16,39%	-62,07%	-2447,49%	-94,10%
Q	Daň z příjmu za běžnou činnost	0,00%	0,00%	∞	297,29%	-313,31%
	VH za běžnou činnost	35,60%	25,16%	31,10%	-98,37%	-6542,71%
XIII.	Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R	Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
S	Daň z příjmu z mimoř.činnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Mimořádný VH	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
T	Převod podílu na HV společníků	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	VH za účetní období	35,60%	25,16%	31,10%	-98,37%	-6542,71%
	VH před zdaněním	35,60%	25,16%	33,45%	-91,41%	-1471,69%

**Příloha č. 11 – Vybrané položky finančního plánu v tis. Kč dle varianty 1**

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva	1999924	2089125	2182304	2279639	2381315
Odpisy	83618	87348	91244	95313	99565
OA	1672239	1746824	1824736	1906122	1991139
KZ	1061955	1109320	1158798	1210483	1264473
VK	259452	271024	283112	295740	308930
Investice	10335	10796	11278	11781	12306
Úvěry	39423	41182	43018	44937	46941
Splátka úvěru	2997	3131	3270	3416	3568
EBIT	-107543	-102747	-98164	-93786	-89603
Placené úroky	8709	9097	9503	9927	10370
EAT	-100886	-96386	-92087	-87980	-84056

**Příloha č. 12 – Vybrané položky finančního plánu v tis. Kč dle varianty 2**

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva	1970300	2027693	2086757	2147542	2210097
Odpisy	82380	84779	87249	89790	92406
OA	1647469	1695457	1744844	1795669	1847975
KZ	1046225	1076700	1108063	1140340	1173556
VK	255609	263054	270717	278603	286718
Investice	10182	10479	10784	11098	11421
Úvěry	37741	38840	39972	41136	42334
Splátka úvěru	2953	3039	3127	3218	3312
EBIT	-109285	-106102	-103011	-100011	-97097
Placené úroky	8580	8830	9087	9352	9624
EAT	-102520	-99534	-96635	-93820	-91087

**Příloha č. 13 – Vybrané položky finančního plánu v tis. Kč dle varianty 3**

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva	2434528	3095757	3936578	5005771	5151584
Odpisy	101789	129436	164591	209295	215392
OA	2035633	2588520	3291574	4185581	4307502
KZ	1292729	1643840	2090314	2658053	2735479
VK	315834	401615	510696	649403	668320
Investice	12581	15998	20344	25869	26623
Úvěry	47990	61025	77599	98676	101550
Splátka úvěru	3648	4639	5899	7501	7720
EBIT	-81991	-59722	-43501	-31686	-30763
Placené úroky	10601	13481	17142	21798	22433
EAT	-76916	-56025	-40808	-29725	-28859

**Příloha č. 14 – Volné peněžní toky pro vlastníky v tis. Kč**

FCFE	2010	2011	2012	2013	2014
Varianta 1	-17235	-9004	-807	7371	15548
Varianta 2	-12552	-6945	-1349	4242	9831
Varianta 3	-102044	-87978	-81440	-81392	209245

**Příloha č. 15 – Rizikové přírážky, průměrné náklady na kapitál a náklady vlastního kapitálu dle varianty 1**

	2010	2011	2012	2013	2014
$R_F$	5,01%	5,37%	5,76%	6,18%	6,63%
$R_{podnik}$	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
$R_{fin.stab.}$	0,14%	0,31%	0,51%	0,74%	0,98%
$R_{LA}$	4,34%	4,30%	4,25%	4,20%	4,16%
$WACC_U$	19,49%	19,98%	20,52%	21,12%	21,76%
$R_E$	19,73%	20,29%	20,92%	21,61%	22,35%

**Příloha č. 16 – Rizikové přírážky, průměrné náklady na kapitál a náklady vlastního kapitálu dle varianty 2**

	2010	2011	2012	2013	2014
$R_F$	5,01%	5,37%	5,76%	6,18%	6,63%
$R_{podnik}$	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
$R_{fin.stab.}$	0,14%	0,31%	0,51%	0,74%	0,98%
$R_{LA}$	4,36%	4,33%	4,30%	4,27%	4,24%
$WACC_U$	19,51%	20,01%	20,57%	21,19%	21,85%
$R_E$	19,67%	20,24%	20,89%	21,60%	22,36%

**Příloha č. 17 – Rizikové přírážky, průměrné náklady na kapitál a náklady vlastního kapitálu dle varianty 3**

	2010	2011	2012	2013	2014
$R_F$	5,01%	5,37%	5,76%	6,18%	6,63%
$R_{podnik}$	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
$R_{fin.stab.}$	0,14%	0,31%	0,51%	0,74%	0,98%
$R_{LA}$	4,13%	3,83%	3,46%	3,01%	2,96%
$WACC_U$	19,28%	19,51%	19,73%	19,93%	20,56%
$R_E$	19,50%	19,75%	20,01%	20,24%	20,97%

### Příloha č. 18 – Výpočet trvale udržitelného zisku

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EBT	45318	61452	76916	102643	8814	-120901
Odpisy	13881	16562	29150	47357	72467	80048
Finanční výnosy	12453	8383	7878	8340	7526	33128
Tržby z prodeje DHM	0	55312	54135	76894	53564	51894
UVH	46746	14319	44053	64766	20191	-125875
Inflace	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%	1,00%
Řetězový index bazický index	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063	1,010
Bazický index	0,852	0,876	0,893	0,915	0,941	1,000
UVH upravený o inflaci	54848	16343	49343	70774	21463	-125875
Váhy	1	2	3	4	extrem	extrem
UVH po zvážení	54848	32686	148029	283096		
Součet vah	10					
UVH po zvážení * váha	518659					
Trvale odnímatelný čistý výnos	51866					
odpisy	47357					
TOZ - odpisy	4509					
daň	857					
<b>TOZ po zdanění</b>	<b>3652</b>					

### Příloha č. 19 – Upravený VH v tis. Kč

Upravený VH	2010	2011	2012	2013	2014
varianta 1	6995	7307	7633	7973	8329
varianta 2	6891	7092	7299	7511	7730
varianta 3	8515	10828	13769	17508	22263